

El Banco de España ha iniciado un proceso de transición hacia un nuevo calendario de difusión del «Informe trimestral de la economía española». El próximo informe se publicará en diciembre de este año e irá acompañado de una actualización de las proyecciones macroeconómicas para el bienio 2014-2015 (véase recuadro 1).

La estimación del PIB del tercer trimestre tiene un carácter más preliminar de lo habitual y está sujeta a especiales dificultades por las diferencias estadísticas que puedan surgir a raíz de los cambios en la metodología y en la base de la Contabilidad Nacional que están llevándose a cabo en estos momentos. Las estimaciones de avance del PIB del tercer trimestre que publicará el INE en noviembre se elaborarán con el nuevo estándar metodológico de la CN (véase recuadro 2). Al cierre de este informe, se desconoce la magnitud de los cambios en las series trimestrales que comportará la nueva base, pero modificaciones en el perfil de estas últimas o en la propia composición del PIB podrían tener efectos significativos sobre las proyecciones macroeconómicas, lo que exige tomar con particular cautela las cifras que se comentan a continuación.

Durante el tercer trimestre, la economía española prolongó la pauta de recuperación que se empezó a perfilar a lo largo del año pasado, apoyada en la progresiva normalización de las condiciones de financiación, el mantenimiento de niveles de confianza relativamente robustos (pese a algunos desarrollos adversos en el entorno exterior) y la favorable evolución del mercado laboral. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que, en el período julio-septiembre, el PIB pasó a crecer un 0,5 %, completando un ciclo de cinco trimestres consecutivos de crecimientos positivos. En términos de la tasa de variación interanual, el producto habría aumentado un 1,6 %. Por el lado del gasto, se estima que la demanda interna avanzó a un ritmo del 0,6 % en tasa intertrimestral, mientras que la demanda exterior neta habría tenido una contribución levemente negativa al avance del producto. El empleo mantuvo el tono de mejoría que se viene observando desde finales de 2013, aunque a un ritmo ligeramente inferior al del período abril-junio, estimándose una tasa intertrimestral del 0,4 %, que situaría el avance interanual de la ocupación en el 1,2 %.

Con las cautelas mencionadas, la evolución económica y financiera de los últimos meses, junto con los cambios observados en los supuestos técnicos utilizados, confirma el escenario de paulatina recuperación que anticipó el informe trimestral de julio, con un crecimiento estimado del PIB del 1,3 % y del 2 % en 2014 y 2015, respectivamente. No obstante, los riesgos de desviación a la baja en torno a este escenario central se han acentuado en los últimos meses, debido al empeoramiento de las perspectivas de la economía internacional, en particular de la zona del euro.

La tasa de inflación, medida por el ritmo de variación interanual del IPC, registró un valor ligeramente negativo en el promedio del tercer trimestre (−0,3 %). Como se había previsto, esta evolución estuvo muy condicionada por la trayectoria de los precios de sus componentes más volátiles, que se vieron afectados por efectos de comparación de naturaleza transitoria, especialmente intensos en el caso de algunos alimentos no elaborados y de los precios de los combustibles. Asimismo, el abaratamiento del crudo en los mercados internacionales contribuyó a moderar los precios finales de la energía. Con todo, la inflación subyacente, aproximada por el IPSEBENE, mantuvo un incremento nulo a lo largo del

El Banco de España comenzó a publicar proyecciones macroeconómicas para la economía española, con carácter anual, en 2007. En marzo del presente ejercicio se acordó un cambio en la frecuencia de publicación de las citadas proyecciones, de modo que esta se produciría, a partir de abril, en las sucesivas ediciones del «Informe trimestral de la economía española». El Banco de España se alinea así con los desarrollos recientes en el ámbito de la publicación de proyecciones macroeconómicas por parte de la mayoría de los bancos centrales del Eurosistema y de otros organismos públicos y privados, que difunden previsiones varias veces al año.

La incorporación de las previsiones macroeconómicas en el marco del informe trimestral constituye un paso lógico, ya que dicho informe recoge los análisis más completos y detallados sobre la coyuntura de la economía española que de manera regular publica el Banco. Concentrar en el informe trimestral tanto las perspectivas futuras de la economía española como el seguimiento coyuntural del trimestre permite engarzar mejor el análisis de los principales desarrollos coyunturales recientes con las perspectivas a medio plazo.

Esta decisión conlleva algunos cambios en la organización de los contenidos del informe trimestral, así como en su calendario de

publicación, que se adelantará en un mes con respecto al calendario actual. A partir de diciembre de 2014 pasará a publicarse en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.

Según este nuevo esquema, la extensión y el detalle de la presentación de las proyecciones diferirán en los distintos informes trimestrales. El ciclo anual de publicación de previsiones para el año en curso y el siguiente comenzará en marzo, e irá acompañado de un análisis de las condiciones macrofinancieras de la economía española durante el siguiente bienio, tal y como se viene haciendo en los últimos años en el marco del «Informe de proyecciones» que, con carácter general, se publica en dichos meses. Los informes trimestrales de junio y diciembre recogerán las previsiones para la economía española elaboradas por el Servicio de Estudios del Banco de España en el contexto del ejercicio conjunto de previsiones del Eurosistema, cuyos resultados agregados para la UEM hace públicos el BCE tras el Consejo de Gobierno de política monetaria correspondiente a cada uno de estos dos meses. Finalmente, el informe correspondiente a septiembre publicará los resultados de la actualización de las previsiones publicadas en junio.

tercer trimestre, como viene sucediendo desde el mes de mayo, lo que indica un cambio más profundo en la dinámica de la inflación en España. Los efectos transitorios mencionados perdieron fuerza a lo largo del trimestre, de modo que en septiembre la tasa de variación interanual del IPC se situó en el -0,2 %, tres décimas por encima de la cifra de agosto. La desaceleración de los precios en España durante el tercer trimestre fue más intensa que la registrada en la UEM, de modo que el diferencial de inflación se hizo más favorable a España, alcanzando los 0,6 puntos porcentuales (pp) en septiembre.

Las proyecciones sobre la inflación son muy similares a las que se publicaron en el informe trimestral de julio. Se prevén tasas de inflación, medidas por el IPC, muy reducidas a lo largo del horizonte de proyección, con tasas promedio del 0,1 % y del 0,7 % en 2014 y 2015, respectivamente, como reflejo del grado de holgura que todavía presentará la economía española y de una evolución moderada de costes y márgenes. Los riesgos de que se produzcan desviaciones respecto a las previsiones de inflación se encuentran sesgados a la baja, como se valoró en julio.

En el panorama internacional, la economía mundial mantuvo una trayectoria de recuperación, aunque el comportamiento de las distintas áreas siguió siendo desigual y se han ido acentuando los elementos de fragilidad de aquella (véase recuadro 3). Entre las economías desarrolladas, frente a la mayor fortaleza de Estados Unidos y de Reino Unido, cabe destacar la falta de dinamismo de la zona del euro. Entre las emergentes, se estabilizó el ritmo de avance de las economías asiáticas y, en sentido contrario, prosiguió la desaceleración de la actividad en América Latina. En conjunto, a lo largo del tercer trimestre se produjo un debilitamiento del comercio mundial. Por su parte, las tasas de inflación permanecieron en registros moderados, contenidas por el descenso de los precios de las

			2013				2014		
	2012	2013	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad Nacional									
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
Producto interior bruto	-1,6	-1,2	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,5
Consumo privado	-2,8	-2,1	-0,4	0,1	0,5	0,5	0,5	0,7	0,5
Formación bruta de capital	-6,9	-5,2	-1,3	-2,1	0,5	0,9	-0,7	0,6	1,5
Demanda interna	-4,1	-2,7	-0,3	-0,6	0,5	-0,3	1,1	0,6	0,6
Exportaciones	2,1	4,9	-4,5	7,0	0,6	0,8	-1,0	1,3	2,5
Importaciones	-5,7	0,4	-4,6	6,1	2,1	-0,6	0,9	1,5	3,1
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,5	1,5	0,0	0,4	-0,5	0,5	-0,7	0,0	-0,1
Tasas de variación interanual									
PIB	-1,6	-1,2	-1,9	-1,6	-1,1	-0,2	0,5	1,2	1,6
Empleo	-4,8	-3,4	-4,7	-4,0	-3,3	-1,6	-0,4	0,8	1,2
Deflactor del PIB	0,0	0,6	1,2	0,7	0,4	0,2	-0,6	-0,4	-0,5
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)									
IPC	2,4	1,4	2,4	2,1	0,3	0,3	-0,1	0,1	-0,2
IPSEBENE	1,6	1,4	2,3	2,0	0,8	0,2	0,0	0,0	-0,1
IAPC	2,4	1,5	2,6	2,2	0,5	0,3	-0,2	0,0	-0,3
Diferencial del IAPC frente al área del euro	-0,1	0,2	0,9	0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,5	-0,6

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

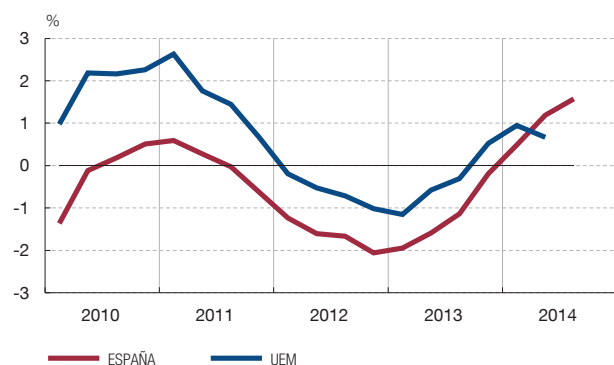
a Información disponible hasta el 16 de octubre de 2014.**b** Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

materias primas. La ausencia de presiones inflacionistas determinó que la política monetaria de los principales bancos centrales prolongara su tono expansivo, aunque en aquellas en las que la recuperación parecía tener visos de mayor fortaleza se comenzaron a dar los primeros pasos para la retirada de las medidas no convencionales. Las divergencias en las perspectivas de crecimiento se habían empezado a reflejar igualmente en la evolución de los tipos de cambio, dentro de un clima de elevada volatilidad. En concreto, desde junio el euro se había llegado a depreciar casi un 8 % frente al dólar, aunque más recientemente ese movimiento se ha visto parcialmente corregido.

En la zona del euro, la pérdida de vigor de la recuperación económica, tras el estancamiento de la actividad en el segundo trimestre, ha llevado a reducir las previsiones de crecimiento del área para 2014 y 2015 (véase recuadro 4). Los principales organismos internacionales anticipan un escenario de recuperación débil y sujeto a riesgos significativos de desviación a la baja. La prolongación de la trayectoria descendente de la tasa de inflación en el último trimestre, hasta alcanzar una tasa de variación del IAPC del 0,3 % en septiembre, ha determinado igualmente una revisión a la baja de las perspectivas de inflación de la UEM, que se situaría durante un período muy prolongado en registros alejados del 2 %, que es la referencia para la política monetaria en el medio plazo.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó en los últimos meses nuevas medidas que refuerzan las actuaciones acordadas en junio, tanto en el ámbito convencional como en el no convencional, con el objetivo de reforzar el carácter expansivo de la política monetaria, reparar su mecanismo de transmisión y facilitar la concesión de crédito al sector privado. En el frente convencional, el BCE, en su reunión del 4 de septiembre, redujo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 10 puntos

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

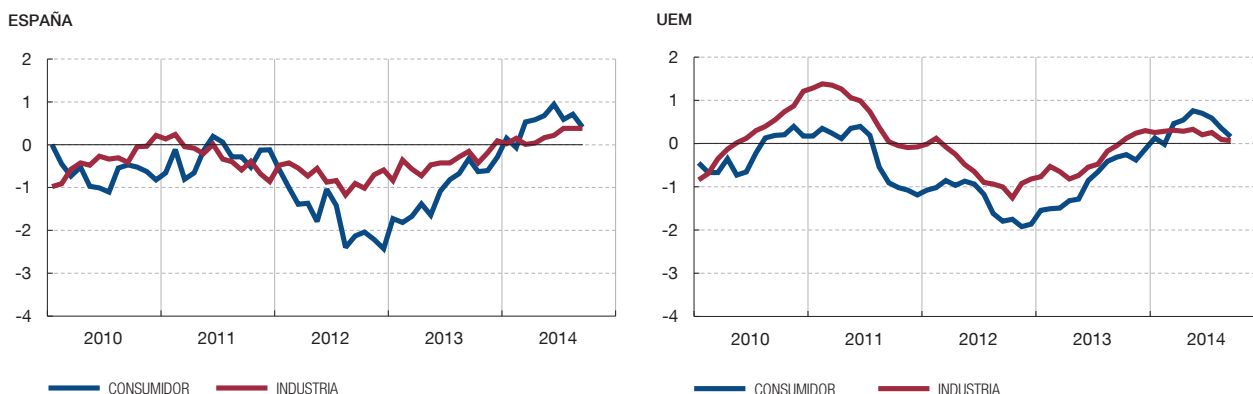
a Series ajustadas de estacionalidad.

básicos (pb), hasta el 0,05 %, y situó los de la facilidad marginal de depósito y de crédito en el -0,20 % y en el 0,30 %, respectivamente, lo que, a efectos prácticos, agota el margen de maniobra de la política monetaria convencional. En el terreno no convencional, tras la aprobación en junio de la nueva facilidad de financiación a largo plazo con objetivo específico, el Consejo de Gobierno del BCE anunció dos nuevos programas de adquisición de valores privados; concretamente, de bonos bancarios garantizados y de bonos de titulización de activos, cuyos detalles técnicos se dieron a conocer tras la reunión del Consejo de Gobierno del 2 de octubre (véase recuadro 5 para más detalle).

Este conjunto de medidas ha propiciado una relajación significativa de las condiciones monetarias y financieras de la zona del euro desde junio, a través de su impacto sobre los tipos de interés, que se han reducido a todos los plazos, y del tipo de cambio del euro, que ha experimentado una significativa depreciación en los últimos meses. El grado de fragmentación financiera se ha reducido en este período, si bien la transmisión homogénea entre países de los impulsos monetarios sigue encontrando algunas dificultades. No obstante, en los días previos a la publicación de este informe se ha producido un nuevo brote de inestabilidad financiera, ligado parcialmente a los temores de una intensificación de los riesgos que rodean a la débil recuperación, cuyo alcance es prematuro valorar.

Con este trasfondo, en España las condiciones financieras continuaron mejorando a lo largo del tercer trimestre, aunque también se han visto afectadas por las tensiones más recientes. Se produjeron nuevos descensos en las rentabilidades de la deuda pública española y en los diferenciales frente al bono alemán. Las primas de riesgo de los valores de renta fija privados se mantuvieron en niveles moderados, los tipos de interés del mercado interbancario se redujeron en todos los plazos y el coste de la financiación de las entidades de crédito disminuyó. El descenso de los tipos de interés se trasladó al coste de los nuevos créditos concedidos a empresas y familias en casi todos los segmentos, si bien permanecen en niveles relativamente elevados para el tono de la política monetaria (véase recuadro 6).

A pesar de la mejora de los condicionantes financieros y del mantenimiento de niveles altos de confianza, el ritmo de avance del gasto del sector privado no financiero se redujo levemente en el tercer trimestre. En el caso de algunos componentes de la demanda interna (la inversión empresarial, principalmente), la desaceleración de los planes de gasto



FUENTE: Comisión Europea.

a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

podría empezar a reflejar el deterioro del entorno exterior y las dudas sobre la recuperación del área del euro.

Se estima un aumento del consumo de los hogares algo inferior al observado el trimestre precedente (del 0,5 % en tasa intertrimestral), dentro de una trayectoria favorable. Este comportamiento se apoyaría en la creación de empleo y en la fortaleza que aún mantiene el gasto de algunos componentes de consumo duradero. La renta disponible avanzó moderadamente en la primera mitad del año y se mantuvo la senda de revalorización de la riqueza financiera de los hogares.

Por su parte, la inversión residencial atenuó su tasa de retroceso en el período julio-septiembre, en un contexto en el que los visados de obra nueva y los indicadores de demanda de vivienda dieron señales de estabilización tras siete años de ajuste. Los precios inmobiliarios mostraron un cierto cambio de tono, al registrar tasas próximas a cero o ligeramente positivas tras más de seis años de retrocesos continuados. La tasa interanual del índice de precios de la vivienda (IPV) se situó en el segundo trimestre en el 0,8 %, lo que cifra el ajuste acumulado de este indicador desde su nivel máximo en el 36 % en términos nominales (44 % en términos reales). La mejora del IPV fue algo más intensa que lo anticipado por otras fuentes estadísticas, pero todas ellas apuntan en la misma dirección y, como aquel, señalan comportamientos dispares por áreas geográficas.

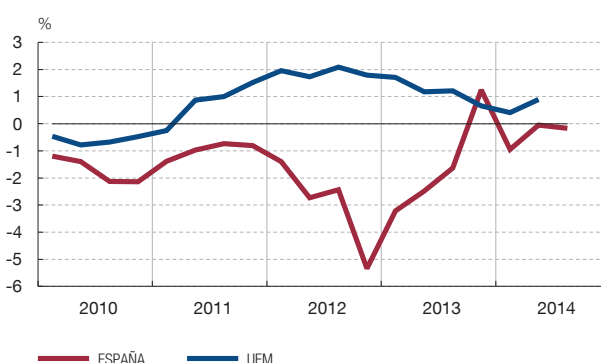
En el ámbito empresarial, la inversión productiva habría mostrado una desaceleración en el tercer trimestre, como consecuencia de la ralentización de la inversión en bienes de equipo, ya que se estima un pequeño avance de la inversión en construcción no residencial. Esta desaceleración del gasto de las empresas podría estar relacionada con el aumento de la incertidumbre en torno a la cartera de pedidos exteriores.

La contracción del crédito al sector de hogares hasta agosto fue de magnitud similar a la del trimestre precedente (-4,5 % en tasa interanual), contribuyendo a un nuevo descenso de su ratio de endeudamiento sobre la renta disponible, cuyo avance influyó en la misma dirección. A su vez, el saldo de financiación crediticia al sector empresarial se redujo en el tercer trimestre a tasas similares a la del período abril-junio (-4,7 % en tasa interanual en agosto), al igual que la ratio de endeudamiento sobre el PIB del sector. Pese a ello, los

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas de variación interanual.

b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

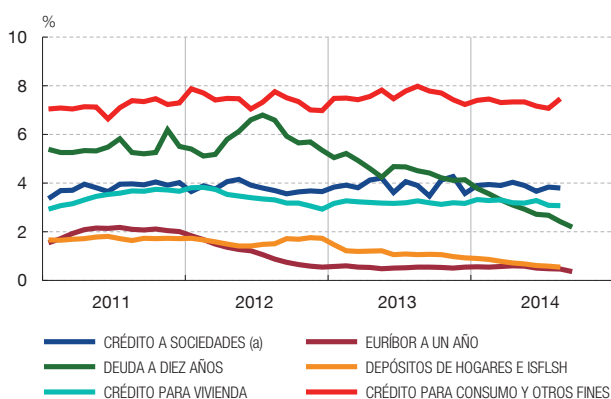
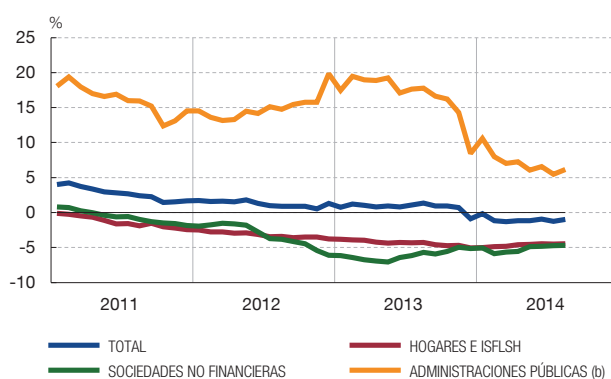
volúmenes brutos de las nuevas operaciones aumentaron en la mayoría de segmentos a un ritmo superior al del trimestre precedente.

La actuación de las AAPP en el tercer trimestre, con información todavía muy parcial, muestra una continuación de la senda de contención del gasto público y de la recuperación de la mayoría de figuras impositivas, ligada a la evolución de sus bases, en particular de la demanda interna y el empleo. El déficit agregado de la Administración Central, las CCAA y la Seguridad Social se cifró hasta julio en el 3,9 % del PIB, lo que indica que el logro del objetivo de déficit establecido (5,5 % del PIB en 2014) requerirá perseverar en el ajuste en los meses restantes del año. El plan presupuestario recientemente aprobado, que presenta las principales orientaciones de los borradores de los Presupuestos de la Administración Central y de las CCAA, según dictan los nuevos procedimientos de gobernanza fiscal europea, anticipa el cumplimiento de este objetivo en 2014, si bien con una evolución de los ingresos algo más negativa de lo previsto.

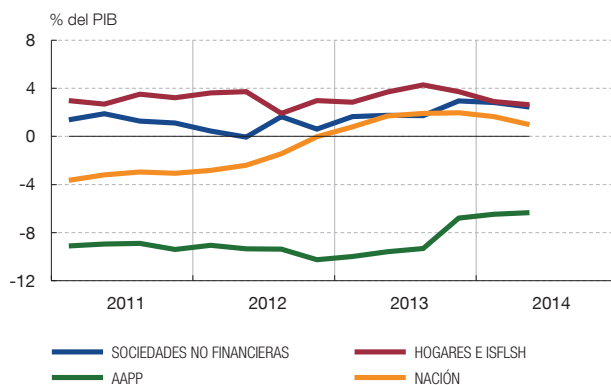
Por otra parte, el plan establece, como hacía el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, un déficit de las AAPP para 2015 del 4,2 % del PIB, en línea con la senda de ajuste aprobada por el Consejo Europeo de julio de 2013. A su vez, la previsión oficial de la ratio de deuda pública sobre el PIB para ese año se sitúa en el 100,3 %. Las proyecciones presupuestarias se han elaborado teniendo en cuenta los cambios tributarios que se producirán por la entrada en vigor de la reforma fiscal aprobada recientemente. Estiman que la pérdida recaudatoria que se produzca por este motivo se verá compensada por una respuesta muy favorable de los ingresos a la recuperación económica que proyectan. La incertidumbre que rodea las estimaciones de los ingresos y su respuesta al ciclo económico, en particular en un contexto de cambios impositivos, exige una atenta vigilancia que permita reaccionar ante posibles desviaciones en la ejecución presupuestaria.

La evolución más reciente de los intercambios de bienes y servicios con el exterior confirma la progresiva disminución de la contribución de la demanda exterior neta al PIB. A lo largo del último trimestre, el avance de las exportaciones de bienes se vio limitado por la pérdida de dinamismo de nuestros mercados de exportación a causa de la progresiva falta de pulso de la zona del euro, al tiempo que las importaciones mantuvieron tasas elevadas de avance. A lo largo de este ejercicio se está produciendo una ralentización

TIPOS DE INTERÉS

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS
Crecimiento interanualACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES
E ISFLSH
Crecimiento interanual

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- b Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- c Datos acumulados de cuatro trimestres. La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

del ritmo de ajuste del desequilibrio exterior, como refleja la evolución de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, que arroja una capacidad de financiación de la nación del 1,1 % del PIB (en acumulado de cuatro trimestres hasta junio), frente al 2,1 % en 2013. Datos más actualizados de la balanza de pagos, hasta julio¹, confirman esta trayectoria, que refleja el empeoramiento del saldo neto de la cuenta corriente (con un déficit de -5,9 mm en enero-julio, frente a un superávit de 5,7 mm en igual período del año anterior), atribuible al aumento del déficit en la balanza de bienes.

El empleo moderó levemente su ritmo de avance después del verano. El número de afiliados a la Seguridad Social se incrementó un 0,5 % en el período julio-septiembre en tasa intertrimestral ajustada de estacionalidad, frente al 0,7 % del trimestre previo. Todas las ramas productivas crearon empleo neto, excepto la agricultura, aunque con desigual

¹ La publicación de la Balanza de Pagos de julio de 2014 se realizó, por primera vez, de acuerdo con el sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional* y con una integración plena de nuevas fuentes de información, por lo que también se han revisado los datos de los últimos años. Para más información, véanse las notas de prensa publicadas a tal efecto en el sitio web del Banco de España: <http://www.bde.es/bde/es/Home/Noticias/>.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha comenzado a publicar desde finales de septiembre las series históricas de la Contabilidad Nacional de España (CNE) en la nueva base 2010, de acuerdo con el nuevo estándar metodológico obligatorio de la Unión Europea: el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales 2010 (SEC 2010). La nueva CNE conlleva modificaciones de carácter metodológico asociadas a la adaptación al SEC 2010 e incorpora, como es habitual con los cambios de base, novedades de índole estadística derivadas de revisiones en las fuentes estadísticas utilizadas o en los procedimientos de estimación¹. Por el momento, el INE ha publicado las cuentas anuales de los principales agrega-

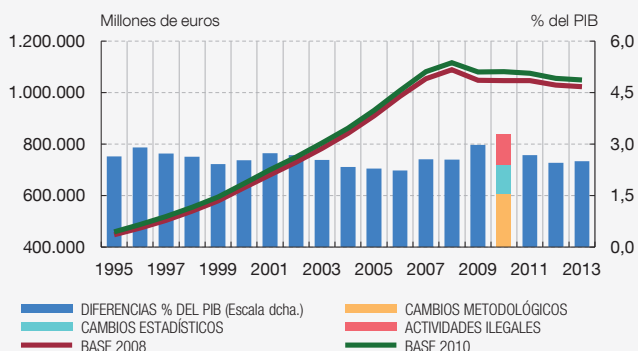
dos macroeconómicos en base 2010 para el período 1995-2013 y las cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales 1999-2013. La publicación de las series históricas de la CNE en la nueva base en frecuencia trimestral está anunciada para el 27 de noviembre. En este recuadro se describen los cambios más relevantes del SEC 2010 y se detallan las principales implicaciones sobre los agregados macroeconómicos.

Entre las modificaciones metodológicas que conlleva el SEC 2010 destaca la incorporación de los gastos de investigación y desarrollo (I+D) y las compras de sistemas de armamento como gasto de inversión en capital fijo, mientras que en el SEC 95 se trataban como consumos intermedios. Asimismo, la depreciación de estos gastos se refleja ahora en el consumo de capital fijo. Entre las novedades de carácter estadístico, cabe señalar la incorporación de la información procedente del Censo de Población y Viviendas de 2011 y de la revisión de las estadísticas exteriores, a raíz de la adopción de la metodología de la 6.^a edición

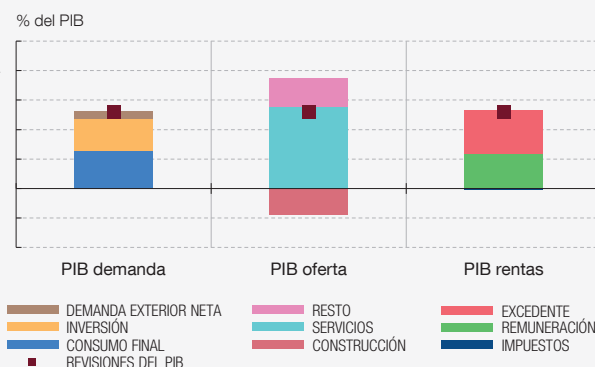
¹ Un mayor detalle de estos cambios puede encontrarse en «Contabilidad Nacional de España. Nueva base 2010. Serie 2010-2013», Instituto Nacional de Estadística, nota actualizada el 3 de octubre 2014, y en «Implementación del Sistema Europeo de Cuentas 2010 (SEC 2010) en la Contabilidad Nacional de España. Nota metodológica. Avance de estimación provisional de efectos», Instituto Nacional de Estadística, junio de 2014.

1 CONTABILIDAD NACIONAL DE ESPAÑA. NUEVA BASE 2010

1.1 PIB NOMINAL



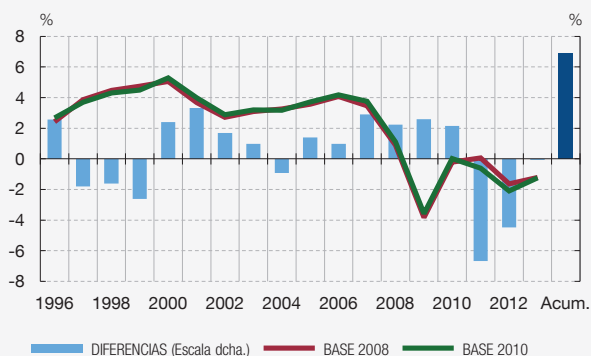
1.2 REVISIÓN DEL PIB NOMINAL POR COMPONENTES Promedio 1995-2013



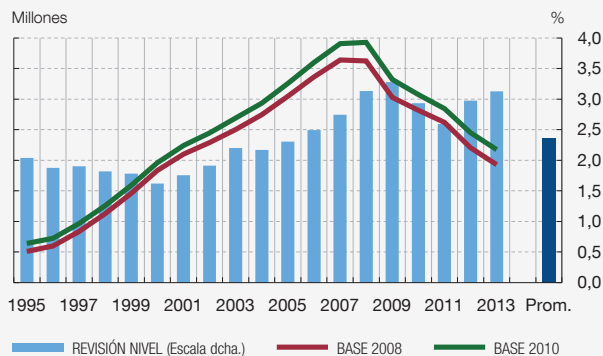
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

2 CONTABILIDAD NACIONAL DE ESPAÑA. NUEVA BASE 2010

2.1 VARIACIÓN ANUAL EN VOLUMEN DEL PIB



2.2 PUESTOS DE TRABAJO EQUIVALENTE A TIEMPO COMPLETO



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

del *Manual de Balanza de Pagos y Posición Inversión Internacional* (MBP6) del FMI. Por último, la CNE base 2010 introduce la estimación de las actividades ilegales que ya estaba contemplada en el SEC 95, pero que aún no se había realizado. El INE ha estimado estas actividades ilegales siguiendo la metodología y procedimientos establecidos por Eurostat al respecto, con el fin de que las series de los distintos países sean homogéneas y comparables entre sí.

Como resultado de este conjunto de novedades, el nivel del PIB nominal en base 2010 se revisa al alza desde el año 1995, hasta alcanzar un nivel en 2013 superior en un 2,6 % al que tenía en base 2008. De acuerdo con las estimaciones del INE, los cambios metodológicos explican casi un 50 % de esta revisión, mientras que las modificaciones estadísticas y la incorporación de las actividades ilegales explican el resto prácticamente a partes iguales (véase panel izquierdo del gráfico 1)². Por el lado del gasto, la revisión al alza del PIB nominal descansa en un nivel superior de la demanda nacional, tanto de la inversión como del consumo priva-

do. Por el lado de la oferta, el mayor PIB nominal se explica por la mayor actividad del sector servicios, en detrimento de la construcción, mientras que, por el lado de las rentas generadas, son mayores tanto la aportación de la remuneración de asalariados como del excedente bruto de explotación (véase panel derecho del gráfico 1).

La importancia de los distintos componentes de la demanda en relación con el PIB no ha registrado variaciones significativas en la nueva base, con la excepción de las exportaciones y de las importaciones, que disminuyen en porcentaje del PIB al revisarse los datos del comercio exterior. Como resultado de estos cambios, el saldo exterior de la balanza de bienes y servicios mejora en la nueva CNE en torno a un punto del PIB en el período 2010-2013; por su parte, la capacidad de financiación de la nación alcanzó en 2013 un 2,1 % del PIB, frente a un 1,5 % en la antigua base.

El efecto que han tenido todos estos cambios sobre la tasa de variación del PIB en términos reales ha sido reducido, excepto para los años 2011 y 2012, en los que se ha revisado a la baja el crecimiento del PIB en 0,6 pp y 0,4 pp, respectivamente. No obstante, con la nueva CNE el crecimiento acumulado del PIB

2 El INE ha publicado el impacto de los cambios exclusivamente para el año 2010.

1 PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA: ESPAÑA (comparación base 2010 con base 2008)

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2013	2011		2012		2013	
	% PIB nom. (SEC 2010)	Nuevo	Dif.	Nuevo	Dif.	Nuevo	Dif.
ESPAÑA							
Producto interior bruto	100,0	-0,6	-0,7	-2,1	-0,4	-1,2	0,0
Consumo privado	58,2	-2,0	-0,8	-2,9	-0,1	-2,3	-0,2
Consumo público	19,5	-0,3	0,2	-3,7	1,1	-2,9	-0,7
Formación bruta de capital	19,0	-6,4	-0,8	-8,3	-1,4	-3,7	1,5
Exportaciones	31,6	7,4	-0,2	1,2	-0,9	4,3	-0,6
Importaciones	28,1	-0,8	-0,7	-6,3	-0,6	-0,5	-0,9
Contribución al crecimiento del PIB							
Demanda nacional	–	-2,7	-0,7	-4,3	-0,1	-2,7	0,0
Demanda exterior neta	–	2,1	0,0	2,2	-0,3	1,4	0,0
Pro memoria							
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación de la nación (% del PIB)	–	-2,9	0,7	0,1	0,7	2,1	0,6
Empleo	–	-2,6	-0,3	-4,4	0,4	-3,3	0,1
PIB nominal	–	-0,5	-0,6	-1,9	-0,2	-0,6	0,0
Deflactor del PIB	–	0,1	0,1	0,2	0,2	0,7	0,1
Consumo privado nominal	–	0,6	-0,7	-0,6	-0,2	-1,4	-0,6
Deflactor del consumo	–	2,7	0,2	2,4	-0,1	0,9	-0,4
Tasa de ahorro de los hogares (% de la RBD)	–	11,7	-1,0	9,0	-1,4	11,2	0,8
Remuneración por asalariado	–	0,9	-0,5	-0,6	-0,8	1,7	1,0
Coste laboral unitario	–	-1,1	-0,1	-3,0	0,0	-0,4	1,1
PIB nominal (miles de millones de euros)	–	1.075,1	28,8	1.055,2	25,9	1.049,2	26,2
Δ PIB nominal (base 2010/base 2008) (%)	–	2,8	–	2,5	–	2,6	–

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

real desde 1995 hasta 2013 es superior en 0,7 pp al registrado con la base 2008 (véase panel izquierdo del gráfico 2). En el cuadro 1 se resumen los principales cambios en las tasas de variación en el período más reciente. Por componentes, destaca la revisión a la baja del ritmo de avance de la demanda nacional, principalmente el del consumo privado, mientras que las tasas de la formación bruta de capital fijo se han revisado al alza, excepto en los años 2011-2012, para los que se estima un crecimiento menor en la nueva base. En cuanto a la demanda exterior, tanto el crecimiento de las exportaciones como el de las importaciones han sido revisados a la baja (en 0,4 pp y 0,7 pp, respectivamente, en promedio anual). Como resultado, la aportación de la demanda externa al avance del PIB se modifica levemente al alza, con la excepción de 2012, en que es inferior en 0,3 pp a la estimación en base 2008. En cuanto a los precios, el deflactor del PIB apenas se ha revisado en promedio del período. Por su parte, el nivel del empleo en la nueva CNE anual es superior al estimado en base 2008 en todo el período; en concreto, un 3 % superior en 2013 (véase panel derecho del gráfico 2). No obstante, en términos de la tasa de variación, las revisiones han sido muy reducidas.

co 2). No obstante, en términos de la tasa de variación, las revisiones han sido muy reducidas.

En lo referente a las Administraciones Públicas (AAPP), las modificaciones más importantes que introduce la nueva CNE se centran en el aumento del número de entidades consideradas como AAPP por el refuerzo del criterio de control público de las entidades y la modificación del criterio de la ratio del 50 % de ventas/costes de producción³. Los impuestos pasan a atribuirse a la administración que tiene la capacidad normativa sobre ellos: esto implica, por ejemplo, que el recurso IVA de la Unión Europea, que hasta ahora se registraba como impuesto pagado al resto del mundo, pasa a contabilizarse como IVA de las AAPP y como pago por transferencia al resto del mundo. Como se ha mencionado anteriormente, las compras de I+D y las de

3 Se hace más restrictivo el criterio al reducirse el numerador por las ventas a otras Administraciones Públicas si no ha habido concurrencia y aumentarse el denominador por incluir los intereses como coste.

2 PRINCIPALES MAGNITUDES DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN SEC 2010

	Magnitudes en porcentaje del PIB, SEC 2010				Diferencias con respecto a las ratios sobre PIB anteriores (a)			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Saldo de las AAPP	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	0,2	0,1	0,3	0,3
Cambios en la ratio debidos al saldo					-0,1	-0,1	0,1	0,1
Cambios en la ratio debidos al PIB					0,3	0,3	0,3	0,2
Saldo ajustado del impacto de las ayudas a IIFF	-9,4	-8,9	-6,6	-6,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo de los subsectores de las AAPP								
Administración Central	-4,8	-3,4	-7,8	-4,7	0,2	0,1	0,2	0,1
Seguridad Social	-0,2	-0,1	-1,0	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Comunidades Autónomas	-3,7	-5,1	-1,8	-1,5	0,1	0,1	0,0	0,0
Corporaciones Locales	-0,7	-0,8	0,3	0,5	0,0	0,0	0,1	0,1
Deuda pública (PDE)	60,1	69,2	84,4	92,1	-1,6	-1,3	-1,5	-1,8
Cambios en la ratio debidos al saldo de las AAPP					0,1	0,1	-0,1	-0,1
Cambios en la ratio por otras revisiones de la deuda					0,3	0,5	0,6	0,7
Cambios en la ratio debidos al PIB					-2,0	-1,9	-2,1	-2,3
Pro memoria								
Ingresos de las AAPP	36,2	36,0	37,0	37,5	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3
Gastos de las AAPP (excl. ayudas a IIFF)	45,6	45,0	43,6	43,8	-0,7	-0,3	-0,5	-0,6

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

a Las diferencias reflejan los cambios en la metodología de Contabilidad Nacional (paso del SEC 95 al SEC 2010) y posibles revisiones de datos pasados, algunas de las cuales podrían haber ocurrido incluso manteniendo el estándar del SEC 95. Con los datos diseminados por el INE y la IGAE no es posible separar estos dos efectos con carácter general.

sistemas de armamento se registran ahora como gasto de inversión, con la particularidad de que la producción de estos bienes por las AAPP para uso final propio supondrá un aumento de los ingresos por producción y un aumento de la formación bruta de capital para aquellas. Asimismo, se produce una reestimación de las cotizaciones imputadas asociadas al régimen de clases pasivas, que hasta ahora se realizaba como diferencia entre las prestaciones pagadas y las cotizaciones sociales efectivas, y ahora se estiman a partir de las bases y porcentajes de cotización de la parte empresarial que correspondería en el Régimen General de la Seguridad Social. Finalmente, se adecua el tratamiento de los pagos por intereses según el criterio PDE al de la CN⁴.

4 Así, los swaps de intereses seguirán considerándose operaciones financieras, sin impacto en el saldo de las AAPP. Hasta ahora, el criterio PDE incluía estas operaciones entre los intereses pagados.

En el caso del año 2013, estos cambios se reflejan tanto en el saldo de las AAPP (menor déficit en millones de euros y en porcentaje del PIB) como en la deuda pública (mayor nivel en millones, pero menor en porcentaje del PIB). En concreto, en el año 2013 los cambios han supuesto una reducción del déficit público (neto de ayudas a instituciones financieras) desde el 6,6 % del PIB, según el criterio anterior, hasta un 6,3 % del PIB con la nueva CN. De esta reducción, 0,2 pp se deben al aumento del denominador de la ratio (el aumento del PIB comentado en este recuadro). Por lo que respecta a la deuda pública, los cambios suponen una reducción de la ratio con respecto al PIB desde el 93,9 % del PIB, según el criterio anterior, hasta el 92,1 % del PIB con la nueva CN. En este caso, el cambio en el PIB ha contribuido a reducir en 2,3 pp la ratio. En los agregados de la cuenta de AAPP, el cambio de CN ha supuesto menores porcentajes del PIB, tanto en el total de ingresos del año 2013 (0,3 % del PIB) como en el total de gastos (0,6 % del PIB) (véase cuadro 2).

intensidad: el aumento de los afiliados fue muy moderado en la industria y en la construcción y más elevado en los servicios de mercado, como viene ocurriendo desde finales del año pasado. La tasa de variación de los afiliados con contrato temporal fue superior a la de los indefinidos, si bien en septiembre se observó un aumento interanual de los afiliados con contrato indefinido por primera vez desde 2008. También repuntó levemente el número de afiliados con jornada completa, en este caso por cuarto mes consecutivo. El paro registrado continuó disminuyendo, con una caída interanual del 5,9 % en septiembre.

El mejor comportamiento del empleo a lo largo del último año obedece, en parte, al mantenimiento de las pautas de moderación salarial. El incremento medio de las tarifas hasta septiembre se situó en el 0,6 %, en línea con lo observado en 2013 y con las recomendaciones del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, que expirará al concluir el ejercicio. De cara al futuro, el entorno de baja inflación en la UEM complicará el logro de ganancias adicionales de competitividad, por lo que resulta fundamental asegurar la vinculación de los costes laborales con la situación específica de las empresas y profundizar en las reformas estructurales.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

Durante el último trimestre se ha producido una revisión general a la baja de las perspectivas de crecimiento mundial respecto a lo anticipado al cierre del segundo trimestre. Este cambio en la valoración de la coyuntura económica global responde a los decepcionantes datos de actividad registrados en algunos países en los últimos meses, pero también apunta a un deterioro del potencial de crecimiento en ciertas áreas (véase recuadro 3). Entre las economías avanzadas, en Estados Unidos y Reino Unido continúa afianzándose la recuperación, mientras que en Japón se ha elevado la incertidumbre sobre el impacto que el alza impositiva (introducida en abril) podría tener sobre el crecimiento. Entre las economías emergentes, mientras que en China y el resto de Asia se aprecia una cierta estabilización de la actividad, el deterioro en América Latina —más intenso de lo anticipado— y el debilitamiento de los países de la UE no pertenecientes al área del euro han contribuido a la revisión a la baja del crecimiento esperado. Por otro lado, en los últimos meses se ha profundizado la divergencia en los ciclos de política monetaria de las principales economías avanzadas. Así, mientras que en Estados Unidos y Reino Unido la evolución de la actividad parece apoyar el inicio del ciclo alcista de los tipos de interés en los próximos trimestres, en el área del euro —que ha adoptado nuevas medidas expansivas— y en Japón no se vislumbra el cambio en el tono de la política monetaria.

En este contexto, los mercados financieros internacionales registraron correcciones puntuales durante el trimestre, coincidiendo, entre otros factores, con momentos de especial aumento de las tensiones geopolíticas y con decisiones de política monetaria, y en las que los segmentos de mayor riesgo fueron los más afectados. Desde el mes de septiembre se ha producido un repunte de la volatilidad en los mercados cambiarios y bursátiles más sostenido —que se ha agudizado en los primeros días de octubre— y que demuestra una mayor sensibilidad ante eventos negativos. Con todo, la búsqueda de rentabilidades ha persistido durante la mayor parte del período, con diferenciales de crédito y volatilidades en niveles históricamente reducidos. En las principales economías avanzadas las bolsas experimentaron pérdidas —más intensas a lo largo de octubre— y los rendimientos de la deuda soberana cayeron en los plazos más largos, lo que puede indicar un movimiento de huida hacia la calidad. Asimismo, la fuerte apreciación del dólar refleja la divergencia de las políticas monetarias entre las principales economías avanzadas. En los mercados emergentes la evolución fue, en general, relativamente positiva, dado el contexto de baja volatilidad global, si bien la corrección observada desde inicios de septiembre ha sido más acusada, en parte, por la apreciación generalizada del dólar, que redujo la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* en los mercados emergentes más líquidos y motivó depreciaciones acusadas en sus monedas. A estos factores globales se han unido, en el caso de América Latina, factores intrínsecos, como la incertidumbre electoral en Brasil, o el descenso de los precios de materias primas, que ha afectado a Chile y a Colombia. En los mercados de materias primas, se ha producido una caída generalizada en los precios como consecuencia de las señales de un menor crecimiento global. El descenso ha sido especialmente significativo en el caso del petróleo, a pesar de la elevada inestabilidad política en Oriente Medio, habiendo bajado el precio del barril tipo Brent hasta el entorno de los 85 dólares.

En *Estados Unidos*, la estimación final del PIB del segundo trimestre registró un crecimiento del 4,6 % intertrimestral anualizado, tras la contracción del 2,1 % registrada en el primero.

Las recientes previsiones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la economía mundial, publicadas en el *World Economic Outlook* de octubre de 2014, muestran revisiones a la baja casi generalizadas, en un contexto de débil recuperación económica, aunque desigual por países. Como se aprecia en el cuadro 1 y en el gráfico 1, se espera un crecimiento de la economía mundial del 3,3 % en 2014, similar al del año pasado y tres décimas menos que el previsto el pasado abril, que aumentaría al 3,8 % en 2015, una décima menos de lo previsto anteriormente. Este deterioro de las perspectivas económicas obedece a la evolución de las economías avanzadas durante el primer semestre del año, que ha sido peor que la esperada, y al continuo deterioro de las perspectivas de algunas de las principales economías emergentes.

En las economías avanzadas, los malos resultados de la primera mitad del año reflejan, en algunos casos, factores transitorios, como la meteorología adversa en Estados Unidos en el primer trimestre o la subida del impuesto al consumo en Japón en el segundo, pero también el estancamiento del área del euro. La previsión de crecimiento para 2014 en este conjunto de países se ha reducido cuatro décimas desde abril, hasta el 1,8 %, como consecuencia del menor crecimiento esperado en Estados Unidos, el área del euro y Japón, revisándose al alza el crecimiento esperado para este año en Reino Unido. Las diferencias en el dinamismo de la recuperación entre las economías avanzadas son notorias, pues tanto en Estados Unidos como en Reino Unido se espera un crecimiento más boyante en 2015, mientras que las tasas previstas para el área del euro y Japón son mucho más moderadas. El crecimiento esperado en 2015 para el conjunto de las economías avanzadas (2,3 %) no ha cambiado.

Por lo que se refiere a las economías emergentes, las tasas de crecimiento esperadas siguen siendo superiores, por término medio, a las de las economías avanzadas, pero se han revisado sustancialmente a la baja. Así, el crecimiento esperado para estas economías es del 4,4 % en 2014, tres décimas menos que en 2013 y medio punto porcentual por debajo de lo previsto en abril. Por áreas geográficas, la mayor revisión a la baja se produce en América Latina, donde el crecimiento previsto para 2014 pasa del 2,5 % al 1,3 % (frente al 2,7 % registrado en 2013), debido a factores externos, incluida la debilidad de las exportaciones, y a limitaciones internas; por países, destaca la evolución desfavorable de la economía de Brasil. También en Rusia el crecimiento esperado se recorta notablemente, como consecuencia del conflicto con Ucrania. En Asia emergente, el crecimiento previsto se mantiene sólido, en torno al 6,5 % —solo un par de décimas menos de lo previsto en abril—, gracias al mayor dinamismo mostrado por la India y a la estabilización de la economía china en tasas más sostenibles del 7,4 %. En Europa emergente, el crecimiento de 2014 se ha revisado al alza, al 2,7 %. Para el año 2015, el crecimiento esperado en las economías emergentes es del 5 %, tres décimas menos de lo previsto en primavera. De nuevo, las revisiones a la baja más importantes se producen en América Latina (del 3 % al 2,2 %) y Rusia (del 2,3 % al 0,5 %), mientras que en Asia emergente el crecimiento previsto será del 6,6 %.

El FMI señala que los riesgos a la baja sobre este escenario central han aumentado, tanto en el corto como en el medio plazo. A corto plazo, los riesgos provienen de los conflictos geopolíticos focalizados en Oriente Medio y en Rusia y Ucrania, y de la posible reversión de las condiciones financieras favorables, en un entorno

1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL FMI (*World Economic Outlook*)

	Pro memoria 2013	Previsiones para 2014		Previsiones para 2015	
		Abr 2014	Oct 2014	Abr 2014	Oct 2014
Mundial	3,3	3,6	3,3	3,9	3,8
Países industrializados	1,4	2,2	1,8	2,3	2,3
EEUU	2,2	2,8	2,2	3,0	3,1
Área del euro	-0,4	1,2	0,8	1,5	1,3
Alemania	0,5	1,7	1,4	1,6	1,5
Francia	0,3	1,0	0,4	1,5	1,0
Italia	-1,9	0,6	0,2	1,1	0,8
España	-1,2	0,9	1,3	1,0	1,7
Japón	1,5	1,4	0,9	1,0	0,8
Reino Unido	1,7	2,9	3,2	2,5	2,7
Economías emergentes	4,7	4,9	4,4	5,3	5,0
Asia emergente	6,6	6,7	6,5	6,8	6,6
China	7,7	7,5	7,4	7,3	7,1
India	5,0	5,4	5,6	6,4	6,4
Latinoamérica	2,7	2,5	1,3	3,0	2,2
Brasil	2,5	1,8	0,3	2,7	1,4
México	1,1	3,0	2,4	3,5	3,5
Europa emergente	2,8	2,4	2,7	2,9	2,9
Turquía	4,0	2,3	3,0	3,1	3,0
Rusia	1,3	1,3	0,2	2,3	0,5

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

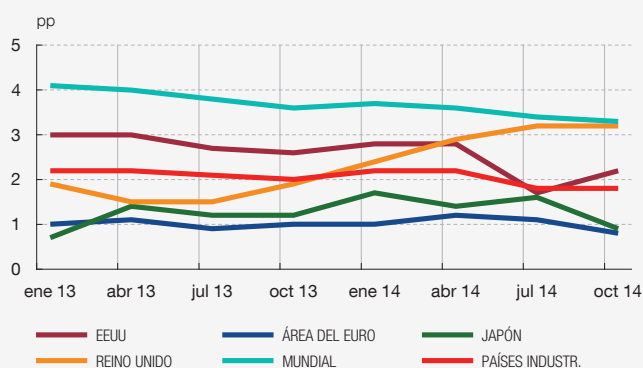
de primas de riesgo y volatilidades muy reducidas. A medio plazo se aprecian problemas de carácter más permanente, que podrían abocar en un crecimiento más lento, bien sea por un posible estancamiento secular en las economías avanzadas —una situación de déficit persistente de inversión en relación con el ahorro, que llevaría a tipos de interés de equilibrio negativos—, o bien por un menor crecimiento potencial tanto en avanzadas como en emergentes.

De hecho, las revisiones a la baja de las previsiones a corto plazo se producen en un contexto de sobreestimación recurrente de la recuperación esperada en las economías avanzadas —sobre las que siguen pesando las secuelas de la crisis (en especial, la carga del elevado endeudamiento privado y público, y la persistencia de altas tasas de desempleo— y por la continua desaceleración de al-

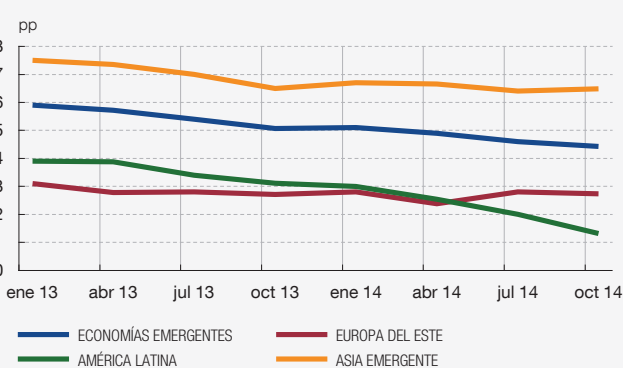
gunas economías emergentes. En ambos grupos de economías, la falta de un mayor dinamismo se ha debido al comportamiento inusualmente desfavorable de la inversión. Ello ha llevado a que se revisen a la baja, también de forma generalizada, las tasas de crecimiento a medio plazo —que pueden equipararse al crecimiento potencial—, lo que estaría incidiendo, a su vez, en la confianza y la demanda actuales (véase gráfico 2). Así, el crecimiento previsto a cinco años vista en las economías avanzadas se ha ido reduciendo desde tasas del 2,7 %, hace tres años, al 2,2 % actual; las revisiones son más acentuadas en las economías emergentes, donde el crecimiento a medio plazo pasa del 6,7 % al 5,2 %. Como resultado de todo ello, el crecimiento potencial de la economía mundial habría caído desde el 4,8 % a principios de esta década, al 4 % en la actualidad.

1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2014

1.1 ECONOMÍAS AVANZADAS



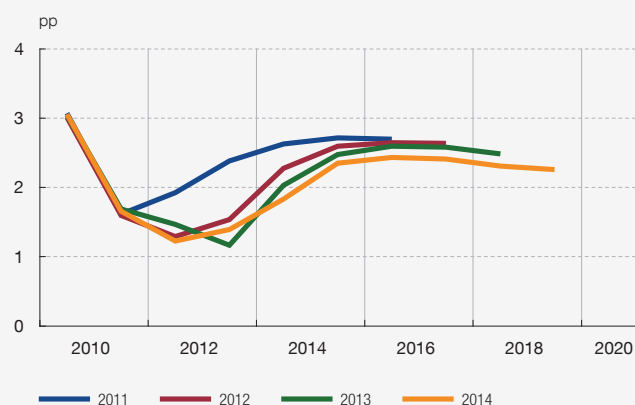
1.2 ECONOMÍAS EMERGENTES



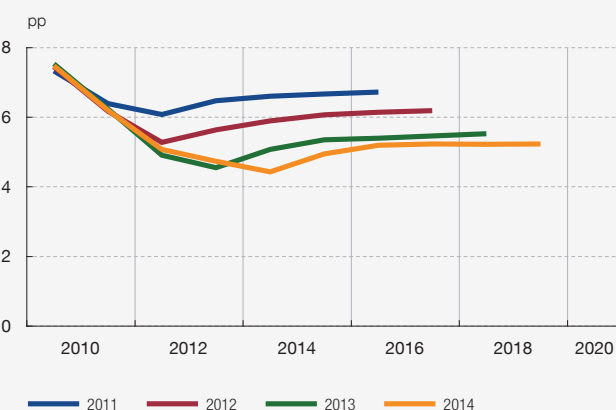
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

2 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DEL FMI (2011-2014)

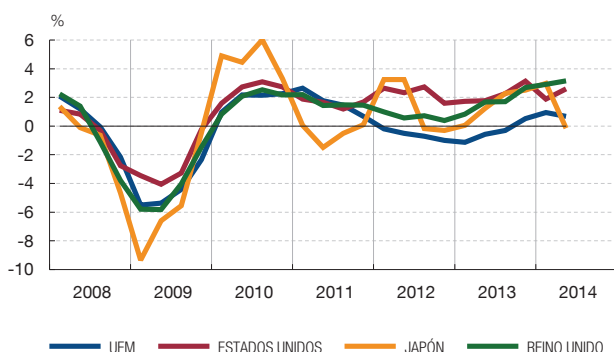
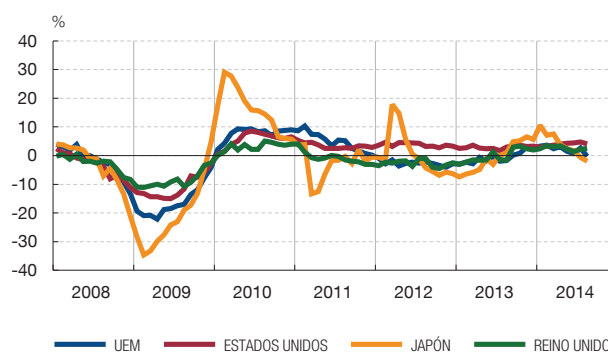
2.1 ECONOMÍAS AVANZADAS



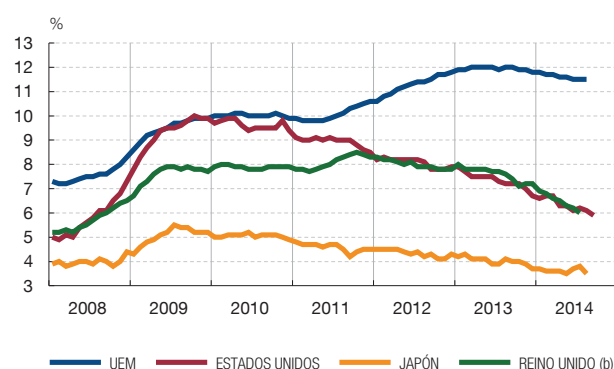
2.2 ECONOMÍAS EMERGENTES



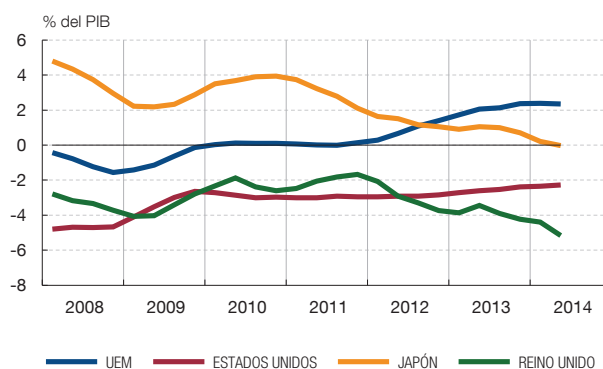
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanualPRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual

TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

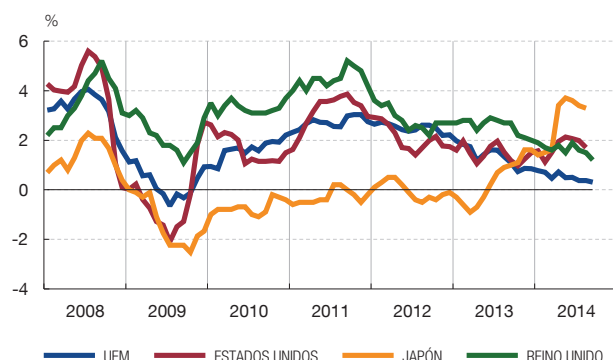
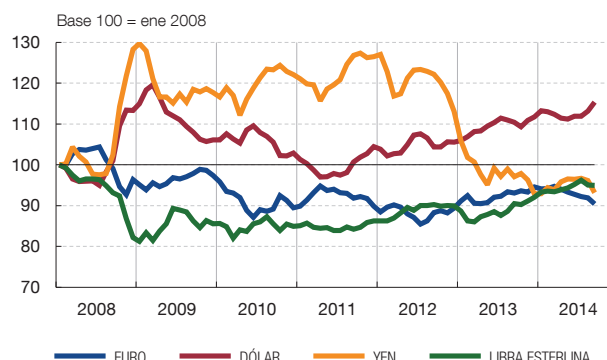


FUENTES: Datastream y Banco de España.

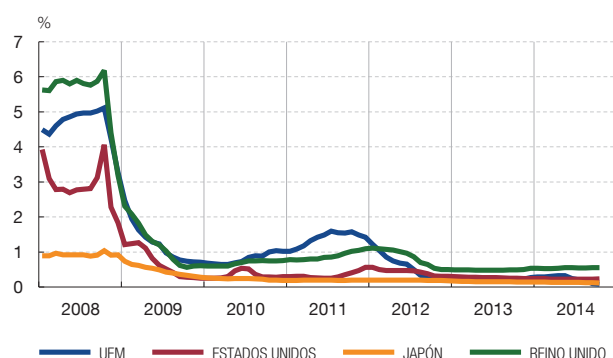
a Porcentaje de la población activa.

b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre.

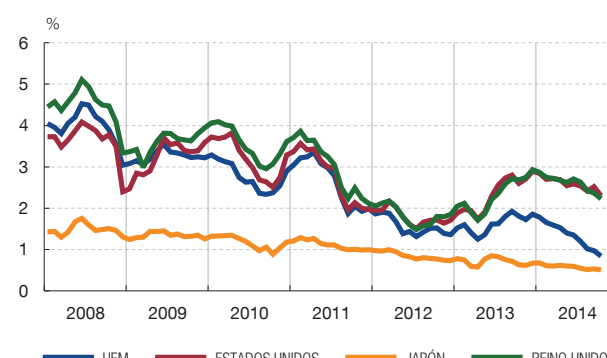
Los indicadores de alta frecuencia correspondientes al tercer trimestre señalan que la economía habría moderado ligeramente el ritmo de expansión. El mercado de trabajo evolucionó favorablemente durante el trimestre, con la creación de 224.000 empleos netos —en promedio mensual—, registro similar al observado en la primera mitad del año, y la reducción de la tasa de paro en dos décimas, hasta el 5,9 %, mínimo desde julio de 2008; esta mejora, sin embargo, tuvo su origen en una nueva caída en la tasa de participación. Asimismo, los salarios mantuvieron un crecimiento cercano al 2 % interanual, por debajo de lo que era habitual en circunstancias similares pasadas. En cuanto al mercado de la vivienda, la actividad continuó recuperándose en julio, aunque mostró señales mixtas en agosto y los precios se desaceleraron. La inflación interanual medida por el IPC se ha reducido durante el trimestre hasta el 1,7 % en agosto, desde el 2,1 % registrado en junio, al igual que la tasa subyacente, que se situó también en el 1,7 %, desde el 1,9 % de junio. En este contexto, la Reserva Federal continuó la reducción progresiva de compras mensuales netas de activos durante las reuniones celebradas en julio y septiembre (10 mm de dólares en cada una), y la publicación de las proyecciones de los miembros del Comité de Política Monetaria no mostró revisiones relevantes. A la vez, se actualizaron los planes de normalización monetaria que fueron publicados en junio de 2011; cabe destacar que se prevé que el cese o la reducción de las reinversiones que realiza la Reserva Federal se inicie tras el comienzo de la subida del tipo de interés oficial, y que no se realizarán ventas de los MBS adquiridos.

PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual

 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS


TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)

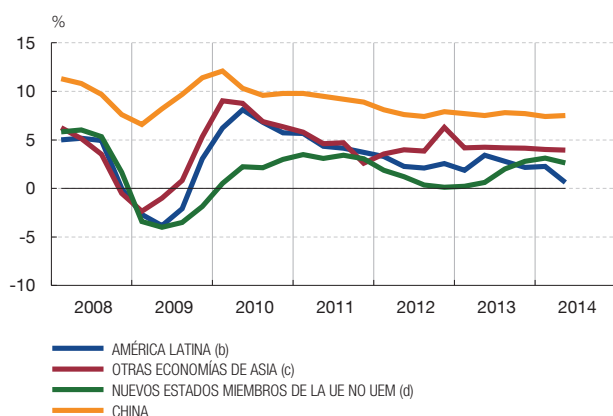


FUENTES: Datastream y Banco de España.

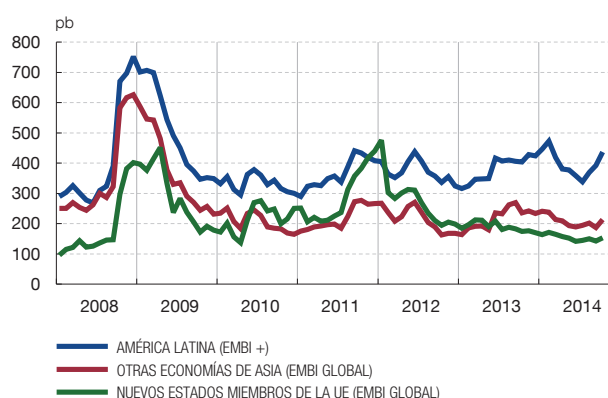
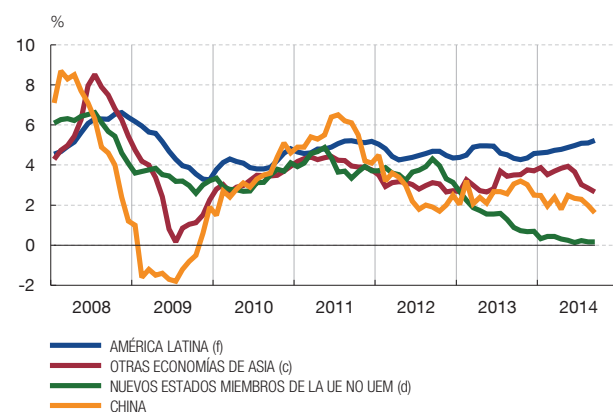
- a Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

En *Japón*, tras la revisión a la baja del crecimiento del PIB en el segundo trimestre hasta el $-1,8\%$ intertrimestral, los indicadores más recientes no ofrecen señales muy definidas. En julio y agosto se desaceleró la producción industrial, y en octubre volvió a deteriorarse la confianza de las empresas, tras haber mejorado durante el tercer trimestre. En positivo, destacan las ventas minoristas, que repuntaron en agosto incluso a pesar de las condiciones meteorológicas adversas, si bien la confianza de los hogares en el trimestre apenas se ha modificado. El comportamiento favorable del mercado laboral y de los salarios posiblemente ha contribuido a esta evolución, pues la ratio de ofertas sobre solicitantes de empleo se ha mantenido en niveles históricamente elevados, y los salarios regulares se han acelerado, mientras que la tasa de paro ha retornado al $3,5\%$ en agosto. En cuanto a la inflación, el IPC (excluyendo alimentos frescos) se ha reducido en agosto, en línea con lo anticipado por el Banco de Japón, hasta el $3,1\%$ interanual, desde el $3,6\%$ registrado en junio (2 pp menos, si se excluye el efecto del alza impositiva), y el componente subyacente se ha mantenido en el $2,3\%$. El Banco de Japón ha mantenido sin cambios el tono de la política monetaria y, por el momento, no se esperan medidas de mayor relajación monetaria hasta el próximo año.

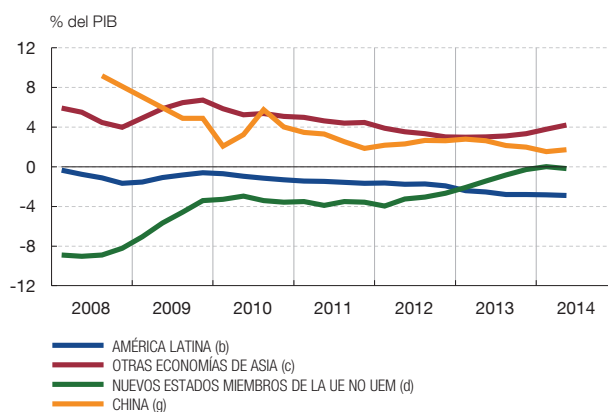
En *Reino Unido*, el PIB creció un $0,9\%$ intertrimestral ($3,2\%$ interanual) en el segundo trimestre, algo más que en el primero ($0,8\%$ intertrimestral), gracias a la contribución de la demanda interna —consumo privado e inversión empresarial—, pues la aportación neta del sector exterior fue nula. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre señalan

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual

DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)

PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, Banco de España, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.

b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.

d Polonia, Hungría, República Checa, Lituania, Bulgaria, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.

e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría, Polonia, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.

f Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

g Datos anuales hasta 2009.

una ligera moderación del ritmo de actividad, principalmente en el sector industrial y en las ventas al exterior. No obstante, se mantiene la fortaleza del sector servicios, reflejada en la evolución del PMI y en la resistencia a la desaceleración de las ventas al por menor. En el mercado de la vivienda, algunos indicadores de precios sugieren una moderación en su ritmo de avance. Por su parte, la creación de empleo mantuvo el tono moderado observado ya en el segundo trimestre, y la tasa de paro se situó en el 6 % en el período junio-agosto. La inflación disminuyó en el tercer trimestre, gracias, en parte, a la contribución de la apreciación de la libra y a los menores precios de las materias primas, y se situó en el 1,2 % en septiembre. En esta situación, el Banco de Inglaterra no ha modificado su política monetaria en el tercer trimestre, si bien ha manifestado que la decisión entre mantener o elevar el tipo oficial se está equilibrando.

En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro, el PIB creció un 2,3 % interanual en el segundo trimestre, dos décimas menos que en el primero. Los

indicadores relativos al tercer trimestre apuntan a una continuidad en la ligera desaceleración de la actividad. La inflación de la zona se sitúa en mínimos históricos (0,3 % en agosto, una décima menos que en julio). En un contexto de ausencia de presiones inflacionistas, debilidad de la zona del euro y de conflicto entre Rusia y Ucrania, los bancos centrales de Polonia y de Rumanía recortaron sus tipos de interés oficiales —en 50 pb, hasta el 2 %, en el primer caso, y en dos ocasiones, en 25 pb cada una, hasta el 3 % en el segundo—.

En *China*, aunque el crecimiento del PIB se estabilizó en el segundo trimestre (en el 7,5 % interanual), los indicadores de actividad económica se han ralentizado en julio y agosto, a medida que se ha ido disipando el efecto del gasto fiscal anticipado al primer semestre. No obstante, la mejora de las exportaciones compensaría una parte del menor dinamismo interno. En este período, la inflación se ha reducido del 2,3 % al 1,6 % entre junio y septiembre, influida por el descenso del precio de las materias primas. El Banco Popular de China sigue defendiendo el tono neutral de la política monetaria mediante la relajación de las condiciones de acceso al crédito para los segmentos más sensibles de la economía, y el endurecimiento para los segmentos de mayor riesgo en el sistema financiero. En esta línea, se han suavizado algunas de las restricciones para moderar el ritmo de ajuste en el mercado de la vivienda. En el resto de Asia emergente, en el segundo trimestre de 2014 el PIB agregado de la región creció un 4,7 % interanual, cuatro décimas más que en el trimestre precedente. No obstante, en julio y agosto la producción industrial y las exportaciones mostraron un menor dinamismo. La inflación se orientó mayoritariamente a la baja, y los tipos oficiales permanecieron estables, salvo en Corea del Sur, que recortó 25 pb, y en Filipinas, que los incrementó en dos ocasiones, por un total de 50 pb.

En *América Latina*, el PIB creció un 0,2 % trimestral en el segundo trimestre, lo que llevó la tasa interanual al 0,7 % (2,3 % el primero). La desaceleración fue muy acusada en Brasil (del 1,9 % interanual al -0,9 %), Perú (del 5,1 % al 1,7 %), Colombia (del 6,5 % al 4,3 %) y Chile (del 2,4 % al 1,9 %). Por componentes, el menor crecimiento se debió a una menor aportación de la demanda interna, derivada de la contracción de la inversión (-4,6 %), especialmente intensa en Brasil y en los países más ligados al ciclo de materias primas, como Chile y Perú. Los primeros indicadores referidos al tercer trimestre señalan una recuperación de la actividad, lo que no impedirá que, previsiblemente, la región cierre este ejercicio con una tasa de crecimiento casi un punto por debajo de la de 2013. En septiembre, la inflación aumentó una décima en el conjunto de los cinco países con objetivos de inflación, hasta el 5,1 %, sobrepasando el límite superior de la banda objetivo en Brasil, Chile y México, por razones diversas. En Argentina, la tasa acumulada en los ocho primeros meses del año es del 18,2 %, mientras que en Venezuela la inflación superó el 62 % en dicho mes. Los bancos centrales de Brasil y de México mantuvieron los tipos oficiales en el 11 % y el 3 %, respectivamente; en Perú se anunció una rebaja de 25 pb, hasta el 3,5 %; en Chile, dos rebajas sucesivas de 25 pb lo situaron en el 3 % en octubre; y en Colombia se mantuvo el tipo de interés en el 4,5 % en la última reunión, tras cinco subidas consecutivas de 25 pb. Los bancos centrales de Brasil y de Perú redujeron los coeficientes de caja, y el primero aumentó el grado de intervención en los mercados de divisas ante la acusada depreciación del real a partir de septiembre. Por otro lado, el Gobierno argentino ha intentado sortear el bloqueo de los pagos de la deuda reestructurada mediante un cambio de jurisdicción de pago. Finalmente, en Brasil se celebró la primera vuelta de las elecciones presidenciales y legislativas, en la que resultó vencedora la actual presidenta, aunque será necesaria una segunda vuelta.

En el área del euro, los datos más recientes confirman la pérdida de vigor de la recuperación económica que reflejó el estancamiento de la actividad en el segundo trimestre del año, tras solo cuatro trimestres de crecimiento muy moderado. Los indicadores disponibles sugieren que esta debilidad se podría prolongar en la segunda mitad de 2014. La recuperación de la inversión no acaba de materializarse, debilitada por el deterioro de la confianza empresarial, mientras que el gasto de las familias mantiene un tono indefinido, en un contexto de elevados niveles de endeudamiento y evolución moderada de la renta disponible. Tampoco la demanda externa parece proporcionar el empuje suficiente, ya que el comercio mundial está mostrando mayor debilidad que en anteriores recuperaciones.

Los organismos internacionales y los analistas privados han corregido a la baja sus previsiones de crecimiento del área del euro para 2014 y 2015, revisiones que han afectado a la mayoría de países y componentes del gasto (véase recuadro 4). Aunque se mantiene un escenario de expansión moderada, apoyada en el carácter fuertemente acomodaticio de la política monetaria, la mejora de las condiciones financieras y los progresos realizados en los ámbitos de la consolidación fiscal, el crecimiento proyectado es débil e insuficiente para reducir de forma significativa los elevados volúmenes de desempleo y el exceso de capacidad productiva instalada. El recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y los efectos que la crisis de Ucrania puede llegar a tener en algunos países de la zona del euro representan un riesgo a la baja en este escenario. Asimismo, el episodio de tensión en los mercados financieros del área que se ha desencadenado a mediados de octubre, en el momento de redactar este informe, recuerda la existencia de otra fuente relevante de riesgos a la baja para la actividad.

La debilidad de la recuperación económica y las sucesivas sorpresas negativas de meses recientes se encuentran también detrás de las últimas revisiones a la baja de las perspectivas de inflación para el área del euro llevadas a cabo por instituciones y analistas. De hecho, durante el trimestre la inflación del área del euro prolongó la tendencia decreciente que viene experimentando desde la segunda parte de 2013, situándose su tasa anual en el 0,3 % en septiembre, muy alejada de la referencia del 2 %. Aunque parte de la evolución reciente es consecuencia de la caída de los precios de la energía y de los alimentos, la falta de dinamismo resulta generalizada por componentes. Los indicadores de expectativas disponibles anticipan que el área del euro requerirá un período prolongado para que la inflación retome tasas más compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó un nuevo paquete de medidas que refuerzan las adoptadas en junio e intensifican el carácter decididamente expansivo de su política monetaria, al tiempo que permiten mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión y apoyan la provisión de crédito al sector no financiero de la economía. Así, el BCE volvió a recortar los tipos de interés oficiales de intervención, hasta agotar a efectos prácticos el margen de maniobra convencional de la política monetaria. En el ámbito no convencional, introdujo dos nuevos programas de compras de activos privados que complementan la facilidad, aprobada en junio, de financiación a largo plazo vinculada a la concesión de préstamos (TLTRO). Las nuevas iniciativas (véase recuadro 5) consisten, específicamente, en un programa de compras de bonos bancarios garantizados, como las

	2013				2014			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0		
Consumo privado	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3		
Consumo público	0,2	0,0	0,3	-0,3	0,7	0,2		
Formación bruta de capital fijo	-1,6	0,1	0,5	0,9	0,2	-0,3		
Importaciones	-0,8	1,6	1,1	0,7	0,8	0,3		
Exportaciones	-0,8	2,3	0,1	1,4	0,1	0,5		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1		
Variación de existencias	0,2	-0,2	0,3	-0,2	0,2	-0,2		
Demanda exterior neta	0,0	0,4	-0,4	0,4	-0,3	0,1		
PIB (tasa de variación interanual)	-1,1	-0,6	-0,3	0,5	1,0	0,7		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,2	0,7	0,0	0,6	0,2	0,0	-0,5	
Sentimiento económico	90,5	90,2	95,3	99,1	101,6	102,2	100,9	
PMI compuesto	47,7	47,8	51,4	51,9	53,1	53,5	52,8	
Empleo	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2		
Tasa de paro	12,0	12,0	12,0	11,9	11,7	11,6	11,5	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	1,7	1,6	1,1	0,8	0,5	0,5	0,3	
IPRI	0,5	0,1	-0,9	-0,7	-1,7	-0,9	-1,4	
Precio del petróleo (valor en dólares)	109,6	103,2	113,6	111,3	108,3	112,1	97,0	88,5
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,0	3,2	3,3	3,3	2,8	2,2	1,8	1,8
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-1,17	-0,72	-0,70	-0,34	-0,03	0,34	0,74	0,31
Tipo de cambio dólar/euro	1,281	1,308	1,351	1,379	1,379	1,366	1,258	1,277
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	0,2	2,5	3,1	4,9	0,5	-0,9	-4,8	-4,0
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-0,5	-1,3	9,8	17,9	1,7	3,8	3,8	-5,8

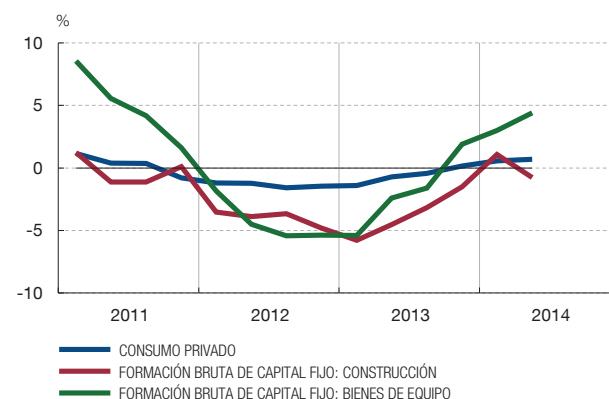
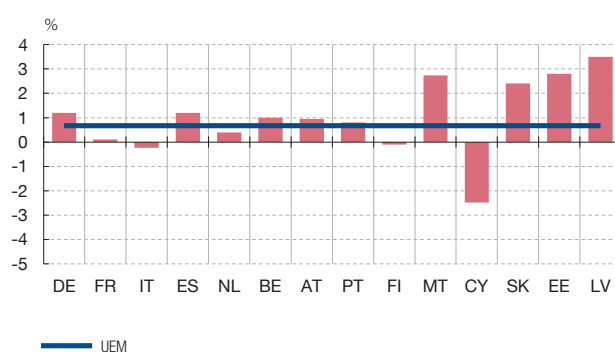
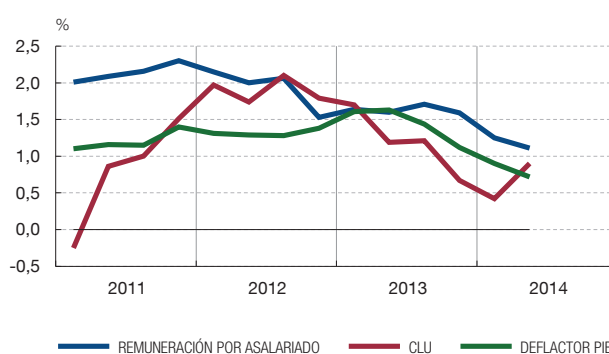
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el 20 de octubre de 2014.

b Variación porcentual acumulada en el año.

cédulas (CBPP3), y un programa de adquisición de valores procedentes de titulizaciones de activos (ABSPP), que habrán de ser simples y transparentes y estar basados en préstamos a empresas y familias. Consideradas en su conjunto, las medidas adoptadas en junio y septiembre tendrán un efecto expansivo significativo sobre el balance del Eurosistema. El BCE recordó también la unanimidad existente en su Consejo de Gobierno para adoptar medidas no convencionales adicionales en caso necesario y reiteró su llamamiento para que, en las actuales circunstancias, se redoblen los esfuerzos en el resto de ámbitos de las políticas económicas —particularmente, en los ámbitos fiscal y estructural— para garantizar la recuperación del crecimiento, la inversión y la creación de empleo en el área del euro.

Finalmente, el BCE, junto con las autoridades supervisoras nacionales, ha continuado avanzando en la evaluación general del sistema bancario, que incluye una revisión de la calidad de activos y una prueba de esfuerzo en colaboración con la Autoridad Bancaria Europea, cuyos resultados se harán públicos el 26 de octubre, antes de que el BCE

PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanualCONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanualTASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Segundo trimestre de 2014SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual

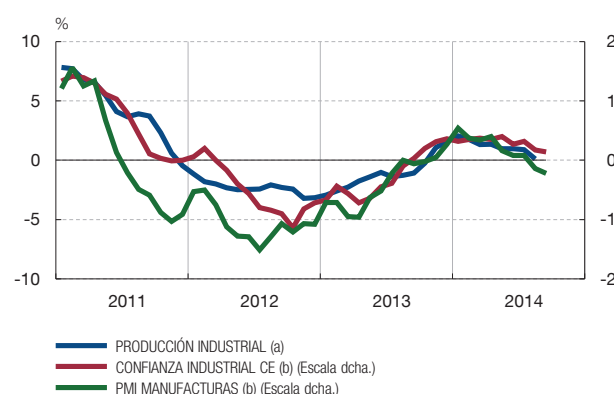
FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

asuma la responsabilidad de la supervisión a principios de noviembre. El propósito de esta revisión es reforzar la confianza del mercado en el sistema bancario del área del euro.

3.1 Evolución económica

Según la estimación final de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro permaneció estancado en el segundo trimestre de 2014, interrumpiendo la senda de moderada recuperación económica que se había iniciado a mediados de 2013 (véase cuadro 2). La desaceleración del producto fue consecuencia del retroceso experimentado por la formación bruta de capital fijo, especialmente la inversión en construcción, mientras que el consumo y las exportaciones registraron avances moderados. También se produjo una aportación negativa de la variación de existencias al crecimiento del PIB (-0,2 pp), que se vio contrarrestada por la aportación positiva tanto de la demanda interna (0,1 pp) como de la demanda externa (0,1 pp). El desglose por ramas de actividad mostró una contracción significativa del valor añadido de la construcción, de la agricultura y, en menor medida, de los servicios de no mercado, mientras que el de la industria experimentó un ligero avance. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 0,7 %, frente al 1 % del trimestre precedente. Por países, la desaceleración de la actividad fue particularmente intensa en Alemania, con una contracción del 0,2 % explicada parcialmente por factores de carácter temporal. Italia registró un retroceso de su PIB, por segundo trimestre consecutivo, mientras que en Francia se prolongó la atonía, sumando cuatro trimestres consecutivos de crecimientos de su producto prácticamente nulos. El resto de economías registró un crecimiento de la actividad positivo, aunque moderado.

INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



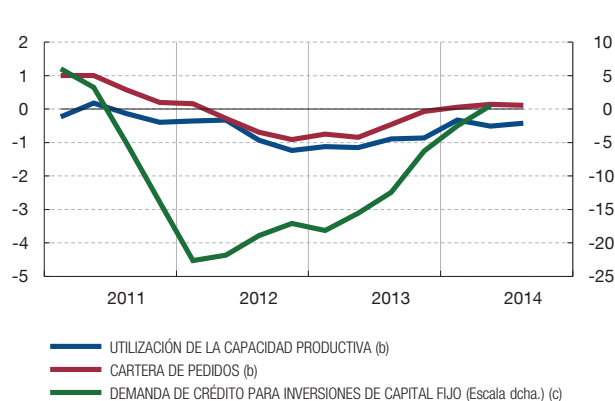
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



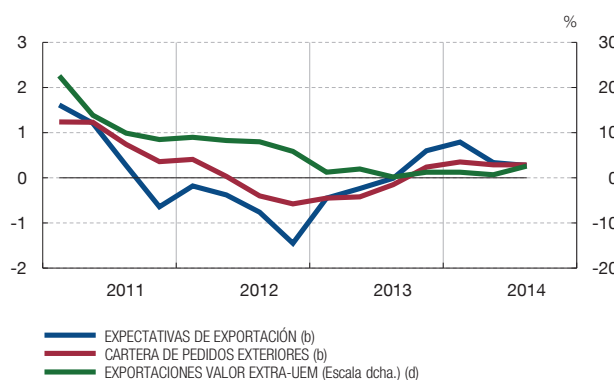
INDICADORES DE CONSUMO



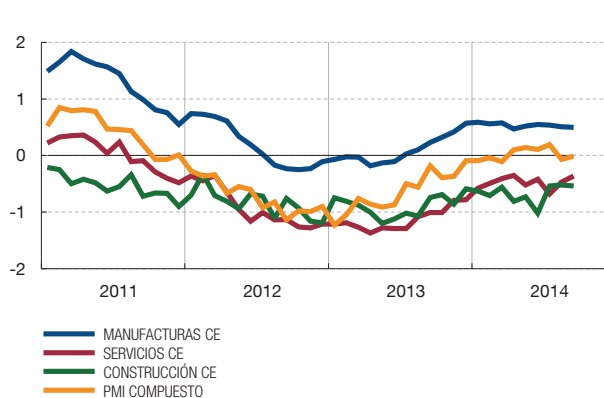
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b Series normalizadas.

c Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2014		2015	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (septiembre de 2014)	0,9	0,6	1,6	1,1
Comisión Europea (mayo de 2014)	1,2	0,8	1,7	1,2
FMI (octubre de 2014)	0,8	--	1,3	--
OCDE (septiembre de 2014)	0,8	--	1,1	--
<i>Consensus Forecast</i> (octubre de 2014)	0,8	0,5	1,2	1,0
Eurobarómetro (septiembre de 2014)	0,8	0,6	1,4	1,1

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a Tasas de variación anual.

Pese al estancamiento de la actividad, tanto el número de empleados como las horas trabajadas en la UEM aumentaron un 0,2 % en el período de abril-junio, en relación con el trimestre anterior, lo que propició una desaceleración de la productividad aparente. En términos interanuales, la moderación que mantiene la remuneración de asalariados, con incrementos próximos al 1 % en el primer semestre de 2014, permitió que los costes laborales unitarios se incrementaran un 0,6 % en ese período, casi la mitad de lo observado en 2013 (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente confirma la pérdida de pulso de la recuperación de la zona del euro (véase gráfico 9). En la vertiente de la oferta, los indicadores de confianza del sector de la industria elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras se situaron en el tercer trimestre por debajo de los niveles registrados en el período abril-junio, mientras que en los servicios se mantuvieron estables. También la producción industrial y la cartera de pedidos descendieron en el promedio de julio y agosto. En el ámbito laboral, la tasa de paro se mantuvo estable en el 11,5 % en julio y agosto, mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas PMI mostraron una mejoría para el sector de la construcción y para el industrial, retrocediendo en el sector servicios.

Por el lado de la demanda, se produjo un claro empeoramiento de los indicadores cualitativos que apunta a un tono débil del consumo para el tercer trimestre. Así, la confianza de los consumidores y del comercio minorista disminuyó en relación con el segundo trimestre, mientras que las ventas minoristas aumentaron en agosto. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva mejoró ligeramente, mientras que la valoración de la cartera de pedidos de la industria cayó en el tercer trimestre. Por último, las exportaciones de bienes registraron, en el período julio-agosto, un ritmo de avance inferior al del segundo trimestre, al tiempo que las expectativas de exportación perdieron fuerza en la segunda mitad de 2014, en línea con la menor fortaleza del comercio mundial, y la cartera de pedidos exteriores se mantuvo en los niveles del segundo trimestre del año.

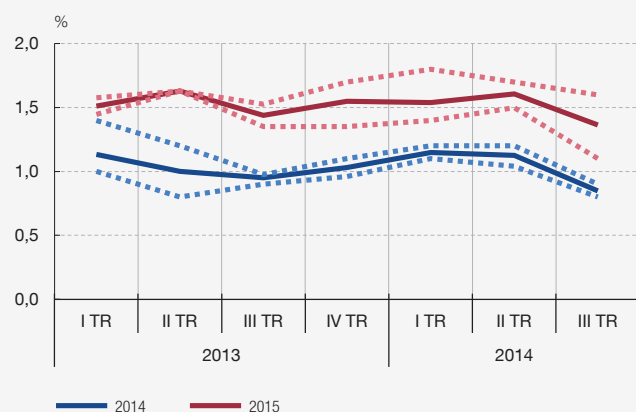
En definitiva, la información coyuntural más reciente apunta a un debilitamiento del ritmo de recuperación de la zona del euro en los próximos meses. La reactivación de la demanda interna no acaba de materializarse, en un contexto donde el proceso de ajuste de balances en el que se hallan inmersos los sectores privado y público sigue condicionando las decisiones de consumo e inversión. A su vez, la demanda externa permanece constreñida por

Tras la interrupción de la fase de expansión en el segundo trimestre del ejercicio actual después de cuatro trimestres consecutivos de crecimiento moderado, el deterioro de la mayoría de los indicadores disponibles durante los meses de verano ha confirmado la pérdida de impulso de la recuperación, apuntando a un comportamiento de la actividad peor de lo esperado para la segunda mitad del año. En este contexto, los principales organismos públicos y privados están revisando a la baja sus perspectivas para la zona del euro, revirtiendo en buena parte la mejoría en las perspectivas que caracterizaron a los trimestres precedentes. Como muestra el gráfico 1, en los meses recientes el promedio de las proyecciones de crecimiento para 2014 y 2015 de organismos públicos y análisis

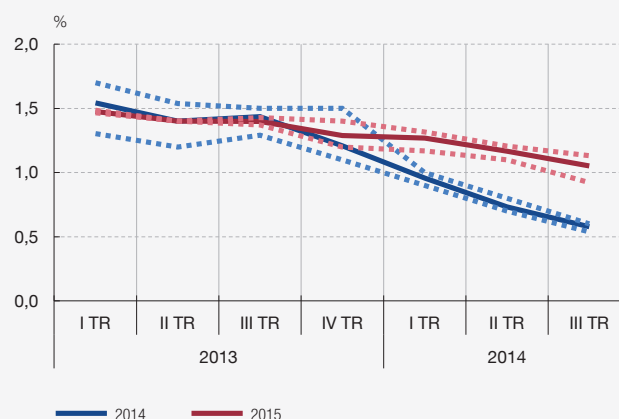
privados se ha reducido en dos y tres décimas, respectivamente, hasta situarse el rango en la actualidad en el 0,8 %-0,9 % y el 1,1 %-1,6 %, respectivamente.

Desde una perspectiva desagregada, el empeoramiento de las previsiones se ha concentrado en aquellas economías que habían mostrado mayor resistencia durante la crisis y en Italia, mientras que mejoraron en Irlanda, España y Grecia. En lo que respecta a los componentes del PIB por la vertiente del gasto, resulta particularmente llamativo el recorte en las perspectivas para la inversión, que aún se sitúa en torno a un 20 % por debajo del nivel previo a 2008, y en la contribución de la demanda externa, que

1 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE LA UEM PARA 2014 Y 2015 (a)



2 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN DE LA UEM PARA 2014 Y 2015 (a)



FUENTES: Comisión Europea, Banco Central Europeo, OCDE, Fondo Monetario Internacional, Eurobarómetro y *Consensus Forecast*.

a La línea continua muestra el promedio de las previsiones de la Comisión Europea, el Banco Central Europeo, la OCDE, el Fondo Monetario Internacional, el Eurobarómetro y el *Consensus Forecast*, mientras que las líneas discontinuas representan el máximo y el mínimo.

3 COMPARACIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN PARA LA UEM

	PIB			Inflación		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Banco Central Europeo						
Septiembre de 2014	0,9	1,6	1,9	0,6	1,1	1,4
Junio de 2014	1,0	1,7	1,8	0,7	1,1	1,4
OCDE						
Septiembre de 2014	0,8	1,1	—	—	—	—
Mayo de 2014	1,2	1,7	—	0,7	1,1	—
Fondo Monetario Internacional						
Octubre de 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2
Julio de 2014	1,1	1,5	—	—	—	—
Abril de 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3
Consensus Forecast						
Septiembre de 2014	0,9	1,4	—	0,6	1,1	—
Agosto de 2014	1,0	1,5	—	0,6	1,1	—

FUENTES: Comisión Europea, Banco Central Europeo, OCDE, Fondo Monetario Internacional, Eurobarómetro y *Consensus Forecast*.

refleja la menor intensidad con la que el comercio mundial ha venido respondiendo a la mejoría en la situación económica global.

El recorte del crecimiento esperado para el año en curso se ha producido en un entorno en el que la tasa de inflación en la eurozona ha descendido hasta niveles extraordinariamente reducidos, debido principalmente a la persistencia de una elevada brecha de producción (*output gap*) y la consecuente evolución moderada de los costes laborales, así como a la prevalencia de un tipo de cambio relativamente apreciado. Aunque algunos factores de naturaleza más volátil, ligados al proceso de consolidación fiscal y a la evolución más favorable de los precios de la energía, han desempeñado también un cierto papel en la desaceleración reciente de la tasa de inflación, el carácter persistente de este fenómeno ha llevado a sucesivas revisiones a la baja de las perspectivas de inflación del área por parte de analistas privados e instituciones internacionales, que en la actualidad incorporan un retorno excesivamente lento de la inflación a tasas más próximas al 2 %. En particular, la previsión media de inflación de los analistas se situó en el rango 0,5 %-0,6 % y 0,9 %-1,1 %, para 2014 y 2015, respectivamente.

Asimismo, cabe destacar que dicha evolución ha tenido un carácter generalizado por países y por componentes. Desde finales de 2013 se han acumulado sorpresas negativas no solo en los componentes más volátiles de la inflación —energía y alimentos—, sino también en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, que en el pasado mostraron cierta resistencia a la baja y actualmente presentan tasas de crecimiento inferiores al 1 %.

En definitiva, las revisiones más recientes por parte de organismos internacionales y analistas privados de las perspectivas del área del euro proyectan más allá del corto plazo la actual pérdida de ritmo de la recuperación a la que apunta la mayoría de los indicadores y subrayan de forma singular los riesgos en relación con su propia sostenibilidad. La situación económica se ve complicada además por el actual contexto de muy baja inflación y escaso margen de maniobra de la política monetaria, que permanece vigilante sobre el correcto anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo, en línea con el objetivo de estabilidad de precios.

la debilidad de algunas economías emergentes y las tensiones geopolíticas, a lo que se unen, en el caso de algunas economías del área, las dificultades que están encontrando para llevar a cabo el necesario reajuste de la competitividad en un entorno de baja inflación. Como consecuencia de ello, los organismos internacionales y los analistas privados han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento para los próximos años, hasta situarlas en torno al 0,8 % para el año 2014 y algo por encima del 1 % para el 2015 (véanse cuadro 3 y recuadro 4).

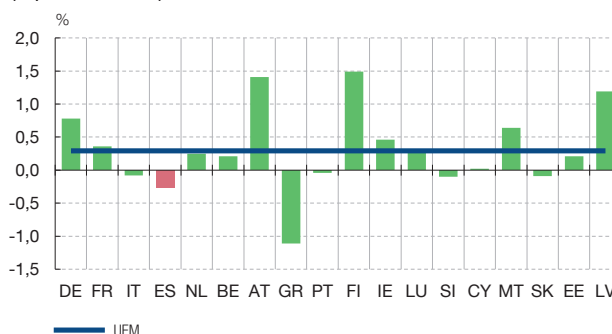
La inflación del área del euro continuó desacelerándose a lo largo del tercer trimestre, hasta registrar un crecimiento interanual del 0,3 % en septiembre, dos décimas por debajo de la registrada en junio (véase gráfico 10). La reducción en la tasa de variación interanual del IAPC fue debida en parte a la caída en los precios de la energía, en consonancia con la moderación que mantienen los precios del gas y del petróleo en los mercados internacionales, pese al incremento de las tensiones geopolíticas, pero también los servicios y los bienes industriales no energéticos contribuyeron al menor crecimiento de los precios. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, flexionó de nuevo a la baja, situándose en el 0,8 %. Por su parte, los precios industriales aceleraron el ritmo de caída, hasta alcanzar una tasa interanual del -1,4 %, frente al -0,9 % de finales del segundo trimestre, debido especialmente al mayor descenso en los precios de la energía y al menor crecimiento de los bienes de consumo no duradero. Al igual que las de la actividad, las previsiones de inflación también se han revisado a la baja en los meses recientes, ante la sucesión de sorpresas negativas. En su último ejercicio de previsión, el Eurosistema revisó a la baja en una décima su proyección para 2014, hasta situarla en el 0,6 %, y mantuvo las relativas a 2015 y 2016 en el 1,1 % y el 1,6 %, respectivamente, por debajo del objetivo de medio plazo.

De acuerdo con la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un superávit de 120,2 mm de euros (un 2,1 % del PIB) entre enero y

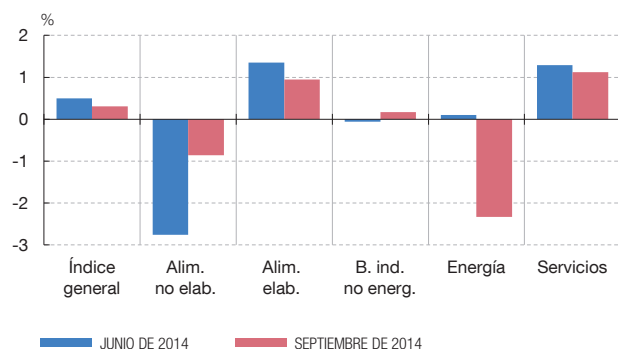
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



IAPC GENERAL
(Septiembre de 2014)



IAPC Y SUS COMPONENTES



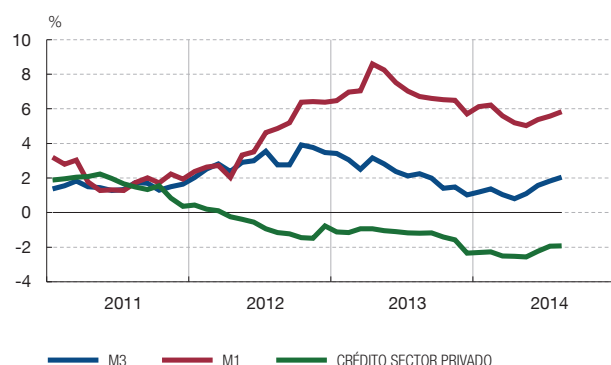
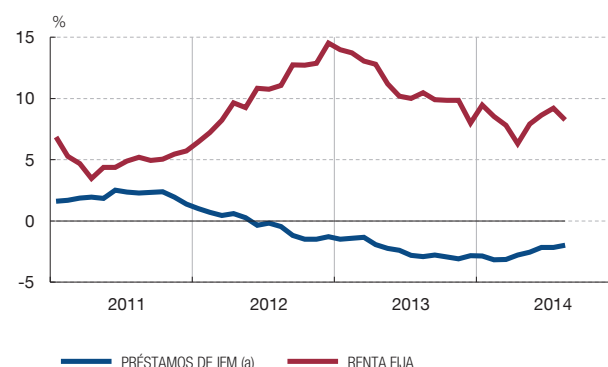
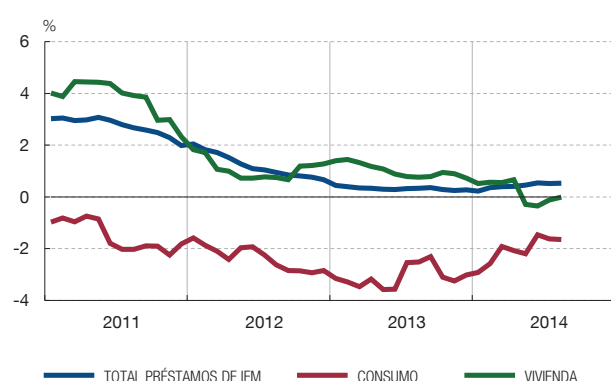
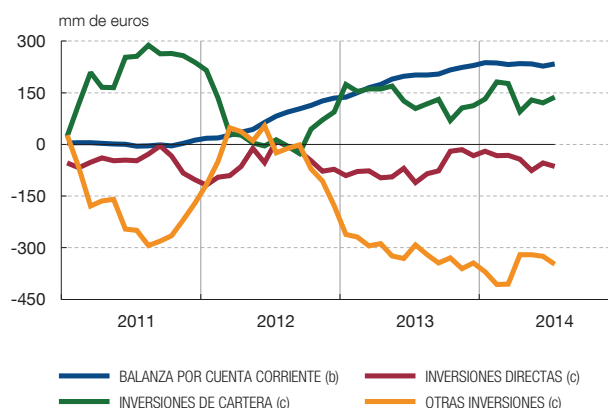
OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

julio de 2014, algo por encima de los 115,3 mm registrados en el mismo período del año anterior (un 2,1 % del PIB). Este incremento se debió al aumento en la balanza de bienes y de servicios y a la mejora en la correspondiente a las transferencias corrientes, que compensaron la pérdida de vigor de las rentas. Dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo un mayor número de salidas netas de capitales en forma de inversión directa, de 27,4 mm, frente a las entradas de 3,5 mm de 2013, mientras que los flujos de inversión de cartera recibidos aumentaron en 24,4 mm, hasta los 41,3 mm. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, alcanzó un superávit de 134,1 mm en el período enero-julio de 2014, frente a los 135,7 mm registrados en el mismo período de 2013 (véase gráfico 11).

Según las estimaciones de la Comisión Europea, el déficit público se situará en torno al 2,5 % del PIB en 2014, frente al 3,1 % observado en 2013. La caída del déficit refleja un recorte del gasto público, hasta una cifra en torno al 49 % del PIB, casi dos puntos por debajo del máximo alcanzado en 2010, mientras que los ingresos públicos permanecen estabilizados en torno al 47 % del PIB. En términos estructurales, el ajuste del saldo será prácticamente nulo, frente al esfuerzo fiscal medio realizado de más de 1 pp en los dos años anteriores. Por su parte, se espera que la deuda pública continúe creciendo, hasta situarse en el 96 % del PIB en 2014, y que inicie una senda de reducción gradual a partir de 2015.

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanualFINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanualFINANCIACIÓN DE HOGARES (a)
Tasas de variación interanualBALANZA DE PAGOS
Acumulado de los últimos doce meses

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Ajustados de titulización y ventas, excepto los préstamos a hogares para consumo y para vivienda.
b Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
c Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

En la actualidad, la mayoría de los países se encuentra inmerso en el proceso de elaboración de sus presupuestos para el año 2015, que, en cumplimiento de la reforma de la gobernanza fiscal, deberán enviar a la Comisión Europea antes del 15 de octubre, para que esta revise su grado de coherencia con los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Este proceso de valoración resulta extraordinariamente complejo, ya que Francia e Italia han planteado borradores presupuestarios que podrían comportar desviaciones respecto a la senda de ajuste comprometida. En ese sentido, la fragilidad de la recuperación económica de la zona del euro aconseja que se aprovechen los márgenes de maniobra disponibles para asumir los costes presupuestarios que puedan acarrear la puesta en marcha de reformas estructurales de calado tendentes a aumentar la competitividad, el empleo y el crecimiento sostenido de las economías.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Los indicadores de tensión financiera continuaron mostrando la mejoría que de forma consistente han venido experimentando desde que comenzó la recuperación económica del área del euro. Con todo, persisten dificultades para que el tono fuertemente acomodaticio de la política monetaria se transmita de manera más homogénea a los diversos países del área del euro y el crédito ha seguido contrayéndose, aunque a un ritmo menor que el de los meses precedentes. El incremento de los riesgos de desanclaje de las expectativas

El surgimiento de riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo y la constatación de la pérdida de impulso de la recuperación económica del área del euro han llevado al Consejo de Gobierno del BCE, en un contexto de agotamiento del margen de maniobra de la política monetaria convencional, a adoptar en los últimos meses un paquete de medidas no convencionales dirigidas a intensificar el actual carácter fuertemente expansivo de esta. Así, tras la aprobación en junio de la nueva facilidad de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), el Consejo anunció en septiembre dos nuevos programas de adquisición de valores privados, el CBPP3 y el ABSPP (por sus siglas en inglés), dirigidos, respectivamente, a bonos bancarios garantizados como las cédulas (o *covered bonds*) y bonos de titulización de activos (o ABS¹ en sentido amplio). Este último va dirigido a titulizaciones simples y transparentes cuyo activo subyacente sean créditos al sector privado no financiero de la zona del euro. Las adquisiciones, en mercados tanto primarios como secundarios, respetarán ciertos criterios de elegibilidad², comenzarán en el último trimestre de este año —octubre en el caso del CBPP3— y se prolongarán durante un período de, al menos, dos años.

1 Bajo la denominación genérica de ABS se incluyen los bonos de titulización hipotecaria (MBS en sus siglas en inglés) y los respaldados por activos no hipotecarios (préstamos a pymes, para la adquisición de automóviles, entre otros).

2 Los valores deben cumplir con el marco de activos de garantía del Eurosistema y con unos umbrales mínimos de calificación crediticia, estableciéndose además límites en las cantidades que se pueden adquirir de cada emisión. En el caso de los ABS las compras serán de los tramos preferentes, así como de aquellos tramos de subordinación intermedia que dispongan de garantías (*senior* y *guaranteed mezzanine*, en la terminología especializada). Para que los programas se dirijan al conjunto de la zona del euro, no se excluirán los ABS y los *covered bonds* de Grecia y de Chipre, que actualmente no se admiten como garantía en las operaciones de política monetaria, si bien estarán sujetos a condiciones adicionales de mitigación del riesgo.

Los programas se dirigen de manera específica a dos instrumentos importantes en la financiación de la economía de la zona del euro. En ambos casos, las intervenciones del BCE contribuirán a mejorar la liquidez de estos mercados y a diversificar y a reducir el coste de la financiación bancaria, complementando la acción de las TLTRO, con el doble objetivo de mejorar la transmisión del tono expansivo de la política monetaria y facilitar la provisión de crédito a las empresas y familias.

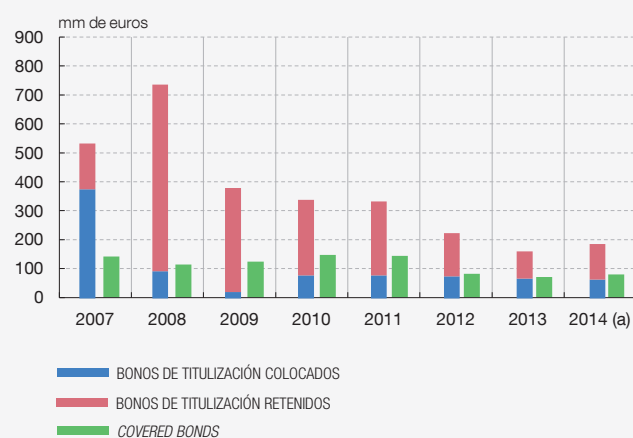
En el caso del CBPP3, se trata de un tercer programa de compras de *covered bond*, entre los que se incluyen las cédulas³ del mercado español. Las dos ediciones anteriores (CBPP y CBPP2) se pusieron en marcha en 2009 y 2011, con adquisiciones que alcanzaron los 60 mm y 16 mm de euros, respectivamente. Como se ilustra en el gráfico 1, las emisiones de estos instrumentos se han reducido sensiblemente desde entonces.

En cuanto al programa ABSPP, los efectos descansarán, en gran medida, en la recuperación paulatina de los mercados de titulizaciones en el área del euro, que permanecen disfuncionales. Esta situación se deriva del papel que desempeñaron algunos de estos instrumentos particularmente opacos y complejos en la crisis financiera de 2007, que ha provocado una desconfianza generalizada hacia este conjunto de activos. De este modo, el estigma se ha extendido a modalidades de titulización sencillas, que, sin embargo, han demostrado una razonable calidad de sus carteras de préstamo subyacentes a lo largo de la crisis. La incertidumbre regulatoria ha representado también un impedimento para la recuperación de este mercado.

Como ilustra el gráfico 1 para el caso europeo, las emisiones de ABS se han reducido notablemente y las colocaciones han sido

3 Incluidas las cédulas multicedentes, emitidas conjuntamente por varias entidades de crédito a través de una entidad de propósito especial.

1 TITULIZACIONES Y BONOS GARANTIZADOS EN EUROPA
Emisiones brutas



FUENTES: Dealogic y SIFMA.

a Acumulado de cuatro trimestres, con información hasta julio de 2014.

b ABS incluye bonos de titulización hipotecaria residenciales y comerciales (RMBS y CMBS, respectivamente), bonos de titulización respaldados por activos no hipotecarios (como préstamos a pymes, para compra de automóviles, y otras finalidades).

2 TITULIZACIONES EN EUROPA POR PAÍSES
Saldo vivo, en mm de euros. Segundo trimestre de 2014

País / tipo	ABS (b)				
	Del cual	RMBS	CMBS	Pymes	Resto
DE	61,2	14,1	8,8	2,3	36,0
FR	39,3	20,0	0,4	1,2	17,6
IT	158,7	79,8	9,8	25,7	43,4
ES	161,9	111,6	0,3	26,7	23,3
NL	258,6	243,9	2,0	10,4	2,3
AT	2,2	1,8	0,2	0,0	0,3
BE	77,2	58,2	0,2	18,9	0,0
GR	24,0	4,2	0,0	6,7	13,0
IE	36,6	36,3	0,0	0,0	0,3
PT	34,5	25,2	0,0	5,3	3,9
FI	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4
PANEUROPA	12,9	0,2	9,9	0,9	1,9
UEM	867,3	595,2	31,5	98,1	142,4

muy escasas, ya que en torno al 75 % de las emisiones desde 2008 han sido retenidas en los bancos originadores, fundamentalmente para su uso como colateral en las operaciones con el Euro-sistema. El saldo vivo de ABS en la zona del euro superaba los 800 mm de euros a mediados de 2014, de acuerdo con SIFMA⁴, con una distribución geográfica y por colateral desigual, predominando los RMBS o bonos de titulización hipotecaria residencial. No obstante, la aplicación de los criterios del ABSPP reduciría el universo actual de activos elegibles a unos 400 mm de euros según el BCE⁵.

Es importante señalar que la titulización constituye un canal significativo para que el ahorro colocado en entidades no bancarias —como los fondos de inversión, compañías de seguro o fondos de pensiones— se dirija a la financiación de la actividad económica. A través de las titulizaciones los bancos pueden convertir una cartera de activos poco líquidos, como los préstamos, en una serie de valores negociables en los mercados, los denominados «bonos de titulización» o ABS⁶. La adquisición de estos valores por inversores permite al banco captar nuevos recursos y transmitir una

parte del riesgo de su cartera. De esta manera, se logra que sectores como los hogares y las empresas medianas y pequeñas, muy dependientes de los préstamos bancarios en su financiación, tengan un acceso indirecto a los mercados de capital.

Existe un cierto consenso en reconocer las ventajas de la titulización —particularmente, en la zona del euro, donde los bancos poseen un papel dominante en la intermediación financiera— y en hacer compatible su recuperación con la necesidad de corregir los fallos que se revelaron con la crisis. Los esfuerzos para la revitalización de este mercado son múltiples e incluyen de forma singular una iniciativa conjunta del Banco de Inglaterra y del BCE⁷ (2014) para desarrollar unos principios que permitan identificar titulizaciones de calidad (o *qualifying securitisations*) como aquellas simples, estructuralmente robustas y transparentes.

En definitiva, los nuevos programas de compra de activos privados anunciados en septiembre por el Consejo de Gobierno del BCE se dirigen a segmentos de mercado importantes en la provisión de crédito a empresas y familias, y que constituyen eslabones relevantes en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En conjunción con las TLTRO, estos programas deberán permitir una mejor transmisión del actual tono expansivo de la política monetaria, con el doble propósito de apoyar la recuperación económica en la zona del euro y permitir el retorno de la inflación a tasas más cercanas al 2 % que sean compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

4 Securities Industry and Financial Markets Association.

5 V. Constâncio (2014), «A new phase of the ECB's monetary policy», discurso en el ECB's Workshop on on-standard monetary policy measures, octubre.

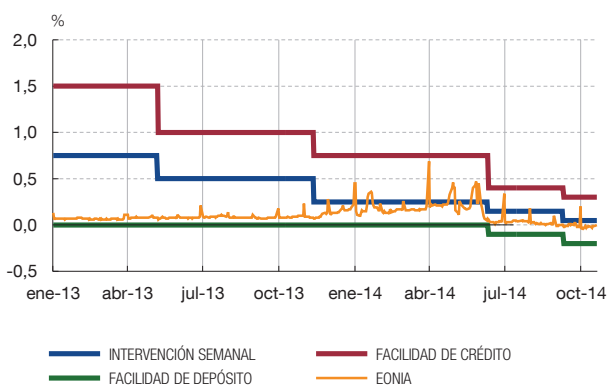
6 En las titulizaciones tradicionales, los activos titulizados son transferidos a una institución no bancaria separada y quedan fuera del alcance de los acreedores del banco cedente. La calidad crediticia de los ABS depende del riesgo de la cartera de préstamos transferida que actúa como respaldo. No obstante, la titulización suele conllevar una estratificación del riesgo, esto es, los bonos emitidos difieren en su jerarquía para absorber pérdidas, ofreciendo combinaciones diferentes de riesgo y rentabilidad.

7 Banco de Inglaterra y BCE (2014), *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, Discussion Paper, mayo.

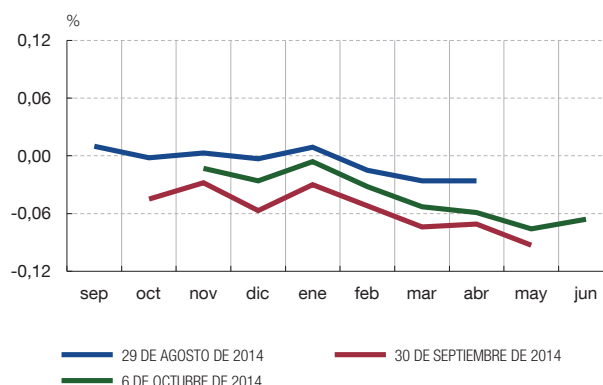
de inflación a medio plazo, tras varios meses consecutivos de sorpresas negativas en la evolución de los precios, y el aumento de la debilidad de la actividad económica descritos en el epígrafe anterior llevaron al Consejo de Gobierno del BCE de septiembre a complementar las medidas adoptadas en junio para intensificar el carácter expansivo de la política monetaria, facilitar la concesión de crédito al sector privado no financiero y recuperar valores de inflación compatibles con el objetivo de la política monetaria. A través de su repercusión sobre los tipos de interés y el tipo de cambio, las medidas de política monetaria adoptadas desde junio han permitido una relajación significativa de las condiciones monetarias, si bien no han tenido aún consecuencias visibles sobre las expectativas de inflación. Resulta también prematuro valorar sus efectos sobre la evolución del crédito a empresas y familias, ya que los diversos programas no convencionales aprobados se encuentran todavía, bien en fase de preparación técnica, o bien en un estadio muy inicial de su implementación.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 4 de septiembre, redujo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 10 pb, hasta el 0,05 %, y situó los de la facilidad marginal de depósito y de crédito en el -0,20 % y 0,30 %, respectivamente, agotando de esta forma el margen de maniobra de la política monetaria convencional.

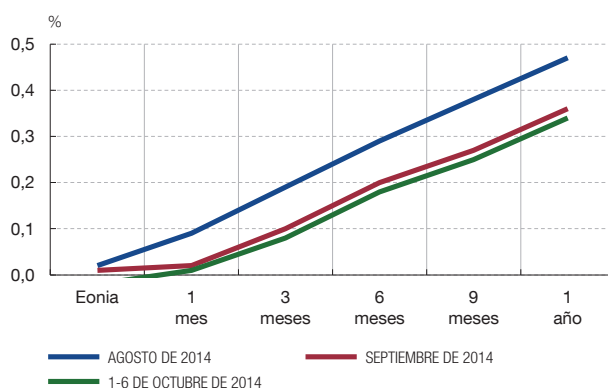
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



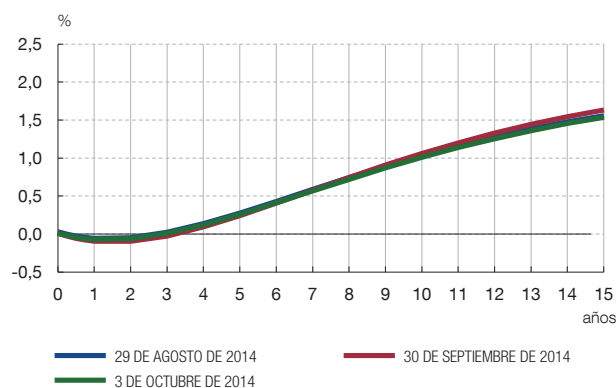
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



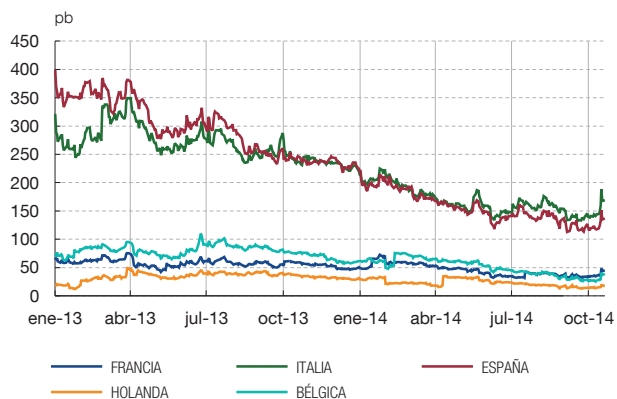
MERCADO INTERBANCARIO



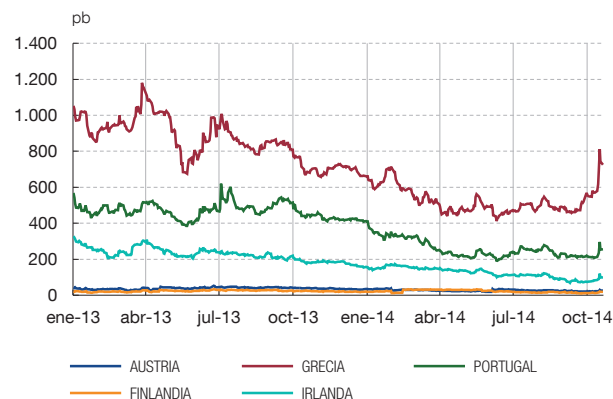
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

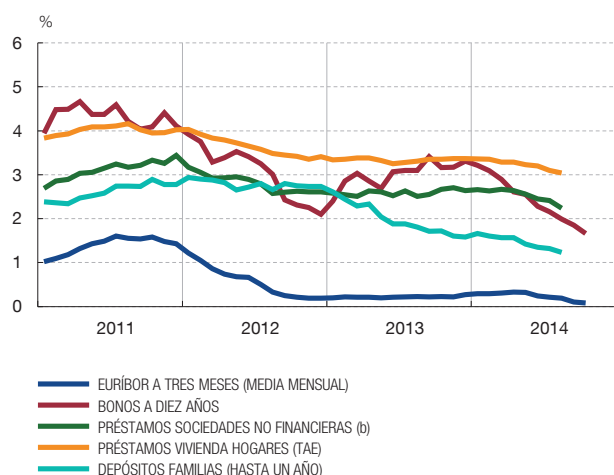


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

Asimismo, el Consejo de Gobierno continuó reiterando las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, indicando que los niveles actuales de tipos de interés se mantendrán durante un período prolongado, dadas las perspectivas de inflación existentes. Por otra parte, el Consejo introdujo un paquete de medidas adicionales de política monetaria no convencional que, de manera complementaria a las operaciones de refinanciación a más largo plazo con fines específicos (TLTRO), buscan mejorar la transmisión del

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



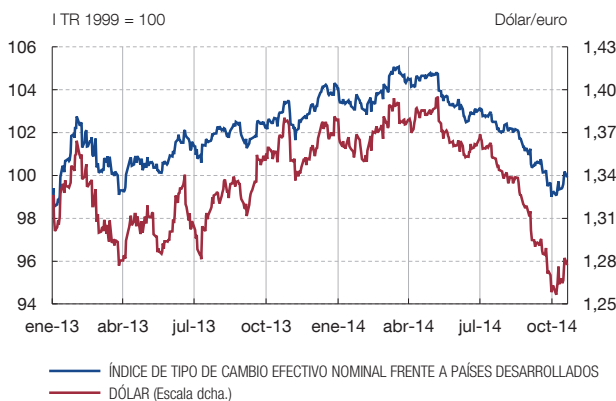
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Correspondientes a nuevas operaciones.

b Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

tono decididamente expansivo de la política monetaria y facilitar la provisión de crédito a empresas y familias (véase recuadro 5). En concreto, el BCE anunció un tercer programa de compras de bonos garantizados, como las cédulas (CBPP3, por sus siglas en inglés), y un programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), cuyos detalles técnicos se dieron a conocer tras la reunión del Consejo del 2 de octubre. En relación con las TLTRO, el 18 de septiembre tuvo lugar la primera de las ocho operaciones previstas, con una demanda de recursos próxima a los 82 mm de euros. La valoración de esta cifra, que se situó algo por debajo de las expectativas de mercado, ha de hacerse conjuntamente con el resultado de la segunda subasta, que tendrá lugar a principios de diciembre, ya que los bancos que no han agotado ahora su límite inicial (7 % de su saldo de créditos al sector no financiero residente en el área del euro) podrán hacerlo entonces.

En los mercados de deuda pública, el anuncio de las medidas del BCE vino acompañado por una disminución generalizada en las rentabilidades de la deuda soberana, que se situaron en niveles históricamente bajos. Las rentabilidades del bono alemán a cinco y a diez años se redujeron, hasta alcanzar el 0,15 % y el 0,84 %, respectivamente, 21 pb y 41 pb

por debajo de los valores a finales del segundo trimestre. Esta evolución redujo los diferenciales entre las rentabilidades de la deuda alemana y americana, hasta situarse en el entorno de los 136 pb en la referencia a diez años, a fecha de cierre de este Boletín. Respecto a los diferenciales soberanos dentro del área, durante este período se produjo una reducción en todos los países, con la excepción de Italia, Francia, Portugal y Grecia, debido a la incertidumbre acerca de la capacidad del país para financiarse autónomamente en los mercados a precios sostenibles cuando el actual programa de asistencia financiera llegue a su fin (véase gráfico 12).

En los mercados cambiarios el tipo de cambio del euro frente a las divisas de la mayoría de las economías avanzadas experimentó una depreciación a lo largo del tercer trimestre, que se intensificó con la bajada de tipos de interés oficiales y el anuncio de medidas de política monetaria no convencional (véase gráfico 13). Así, el euro se depreció un 6,5 % frente al dólar, un 1,3 % frente a la libra esterlina y un 1,3 % frente al yen en el período julio-octubre. En términos de tipo de cambio efectivo nominal, el euro se depreció un 2,4 % y un 3,4 % desde principios de 2014 y mantiene una apreciación cercana al 5 % en relación con el promedio histórico registrado desde la creación de la UEM.

El mercado bursátil se caracterizó por un aumento de la volatilidad y una corrección significativa de las valoraciones en el conjunto del tercer trimestre. Esta evolución estuvo condicionada por la debilidad de los datos macroeconómicos y las tensiones geopolíticas que afectaron a varias áreas. El índice EUROSTOXX 50 acumuló una caída del 9,3 % desde principios de julio y del 5,8 % en el conjunto del año.

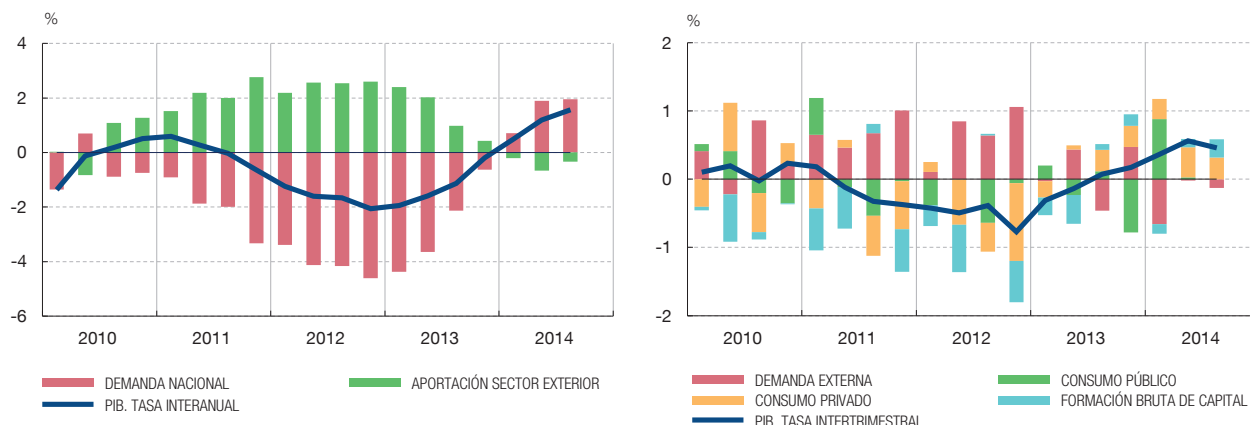
Por último, los agregados crediticios continuaron mostrando debilidad. La contracción de los préstamos a sociedades no financieras, ajustados de titulización y ventas, se situó en el 2 % interanual en agosto, seis décimas menos que el registro de mayo. Por su parte, los préstamos a hogares mantuvieron el ritmo de expansión del 0,5 % interanual. El agregado monetario amplio M3 siguió registrando un crecimiento muy tenue, del 2 % en agosto.

El período de expansión del producto de la economía española que se inició en el verano de 2013 continuó en el tercer trimestre del presente ejercicio, aunque a un ritmo posiblemente más moderado que en el período abril-junio. En concreto, tras avanzar a una tasa intertrimestral del 0,6 % en el segundo trimestre, se estima que el PIB pudo crecer un 0,5 % en el tercero, lo que se traduciría en un incremento del 1,6 % cuando se compara con el mismo período del pasado año. Esta evolución tuvo lugar en un contexto similar, a grandes rasgos, al que se viene observando desde el inicio de la recuperación. En particular, el período julio-septiembre se caracterizó por una modesta normalización adicional de las condiciones financieras que afrontan hogares y sociedades no financieras, por el mantenimiento de niveles relativamente elevados de confianza por parte de estos agentes y por la prolongación del comportamiento favorable del mercado de trabajo. No obstante, estos dos últimos elementos cedieron algo de dinamismo en los meses de verano, lo que, posiblemente, explique la ligera ralentización que, a tenor de los indicadores disponibles, habrían experimentado el consumo privado y la inversión en equipo (véase gráfico 14). En cualquier caso, estos dos componentes de la demanda privada habrían seguido experimentando una notable pujanza. Por su parte, la inversión en construcción, que en el segundo trimestre había registrado su tasa de avance intertrimestral más elevada desde finales de 2007, habría presentado en el tercero una pequeña aceleración adicional, en un contexto en que existen indicios de estabilización de la inversión residencial.

La aportación al crecimiento intertrimestral del producto por parte de la demanda exterior neta habría sido ligeramente negativa. El avance de las exportaciones, superior al del trimestre precedente, que vino marcado por la fuerte desaceleración de la UEM, se vio limitado, no obstante, por el debilitamiento de algunos mercados exteriores en los meses de verano. Por su parte, el relativo vigor de las compras al resto del mundo reflejó la evolución positiva del componente interno de la demanda final. Desde la óptica de la oferta, las ramas de los servicios de mercado habrían mostrado un tono algo más favorable que las industriales, posiblemente como consecuencia del impacto negativo sobre la actividad de estas últimas de la desaceleración de algunos de los principales socios comerciales de la economía española. El empleo del conjunto de la economía habría avanzado, en términos de Contabilidad Nacional, un 0,4 %, tasa inferior en dos décimas a la observada en el segundo trimestre. En tasa interanual, el ritmo de creación neta de puestos de trabajo habría aumentado hasta el 1,2 %, lo que se habría traducido en un ritmo de avance de la productividad del 0,4 %, tasa coincidente con la del trimestre precedente.

El avance de la demanda nacional en los últimos trimestres ha discurrido de forma paralela a la desaceleración de los mercados exteriores, lo que se ha manifestado en un deterioro del saldo de intercambios comerciales con el resto del mundo. En concreto, según la información más reciente de la Balanza de Pagos, que comporta un cambio metodológico de cierto calado², la balanza por cuenta corriente registró en los siete primeros meses del año un déficit de casi 6 mm de euros, que contrasta con el superávit de 5,7 mm de euros del mismo período de 2013.

2 La publicación de la Balanza de Pagos de julio de 2014 se realizó, por primera vez, de acuerdo con el sexto *Manual de Balanza de Pagos* y con una integración plena de nuevas fuentes de información, por lo que también se han revisado los datos de los últimos años. Para más información, véanse las notas de prensa publicadas a tal efecto en el sitio web del Banco de España: <http://www.bde.es/bde/es/Home/Noticias/>.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

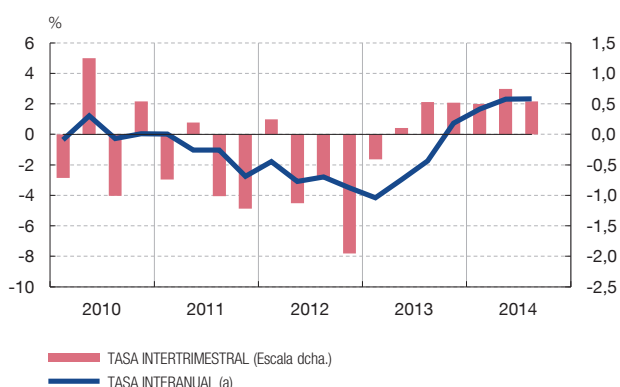
Los precios de consumo intensificaron su desaceleración en el tercer trimestre como consecuencia del abaratamiento de los productos energéticos, los servicios y los alimentos elaborados. El IPC registró un descenso del 0,2 % en septiembre, frente al retroceso del 0,5 % en agosto y a la variación nula con la que finalizó el segundo trimestre. La tasa de variación del IPSEBENE en septiembre fue del -0,1 %. En un contexto de elevada holgura en el grado utilización de la capacidad productiva, esta evolución de los precios obedece, fundamentalmente, al proceso de ajuste de los costes laborales unitarios, pieza fundamental para afianzar los avances en el terreno de la competitividad-precio que la economía española ha cosechado en años recientes y para favorecer la prolongación de la fase de recuperación del producto y del empleo.

4.1 Demanda

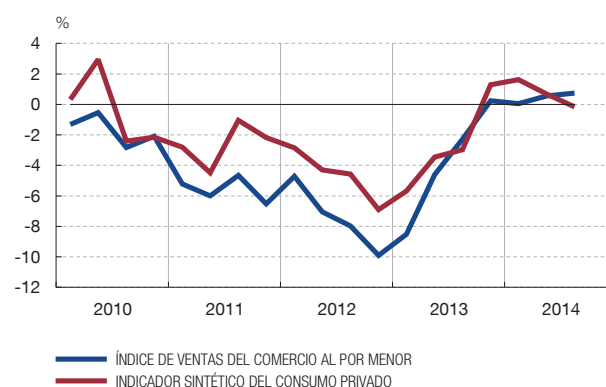
Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares e ISFLSH habría registrado, en el tercer trimestre de 2014, una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,5 %, dos décimas inferior a la del período abril-junio (véase gráfico 15). Los indicadores cualitativos correspondientes al período julio-septiembre siguieron mostrando una evolución favorable, aunque algo menos que en trimestres precedentes. Los principales indicadores cuantitativos relacionados con el consumo mostraron, en general, un comportamiento algo menos dinámico que en el trimestre anterior. Así, por ejemplo, las matriculaciones de vehículos particulares ralentizaron su ritmo de crecimiento intertrimestral en el período julio-septiembre, hasta una tasa del 2,6 %. El comercio al por menor y la producción industrial de bienes de consumo, que en ambos casos contienen información hasta agosto, moderaron algo su avance con respecto al trimestre anterior, mientras que el indicador de ventas interiores no financieras de bienes de consumo realizadas por grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, permaneció estable en el bimestre julio-agosto.

La inversión en bienes de equipo habría moderado su tasa de crecimiento en el tercer trimestre, hasta el 0,5 % intertrimestral, frente al aumento del 2 % de abril-junio (véase gráfico 16). La desaceleración del ritmo de avance de este componente vendría explicada por la evolución del equipo de transporte. En este sentido, las matriculaciones de vehículos de carga registraron una contracción del 9 % con respecto al trimestre anterior, lo que supone la primera tasa negativa tras cinco trimestres consecutivos de crecimiento. Por lo que respecta al resto de los indicadores cuantitativos, la producción industrial de bienes de equipo, con datos hasta agosto, se habría contraído por segundo trimestre consecutivo. Los indicadores cualitativos, por su parte, mantuvieron el tono positivo del trimestre

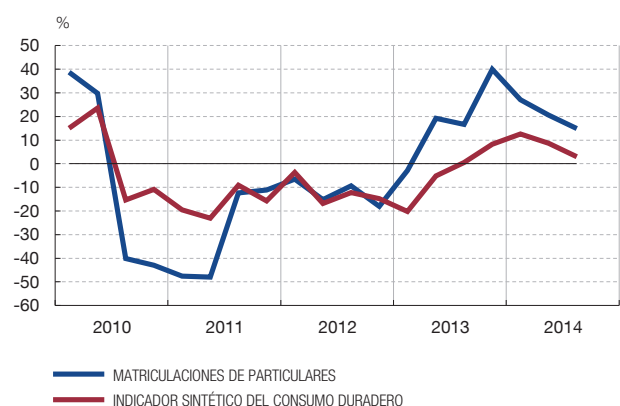
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

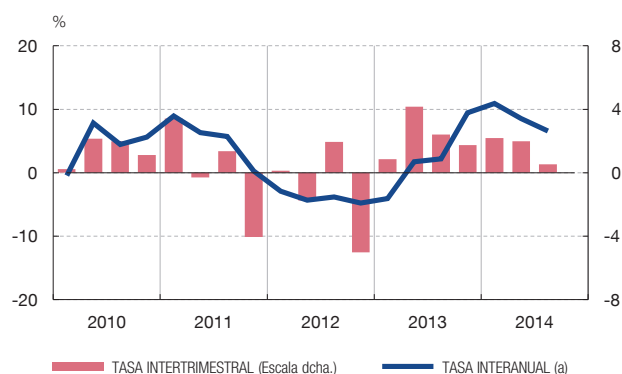
a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

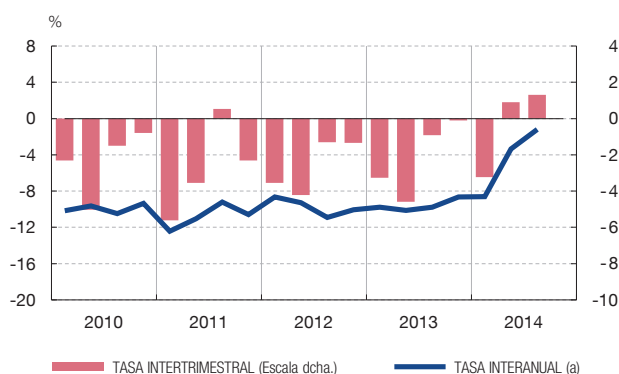
precedente, con mejoras tanto en la cartera de pedidos del exterior como en la confianza de los empresarios.

La inversión en construcción habría crecido en el tercer trimestre de este año algo por encima del 0,9 % intertrimestral registrado en el período abril-junio (véase gráfico 16). Entre los indicadores contemporáneos referidos a los consumos intermedios, el consumo aparente de cemento creció un 1,6 % intertrimestral, mientras que el nivel medio de julio y agosto de la producción de minerales no metálicos superó aproximadamente en un 1 % al observado por término medio en el segundo trimestre. Entre los relativos al mercado de trabajo, el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector repuntó un 0,2 % intertrimestral en el período julio-septiembre, tasa que es algo inferior a la observada en el trimestre precedente. Por tipo de obra, se estima que la trayectoria de recuperación de los meses de verano es atribuible, principalmente, al mayor dinamismo del componente no residencial. De cara al futuro, cabe esperar una prolongación de este repunte, a partir de la información disponible hasta julio relativa a la licitación de obra civil, que ha atenuado notablemente su descenso, y a la superficie visada en edificación no residencial, que aumentó en ese mes, tras haber moderado su descenso en el segundo trimestre. Por su parte, la inversión residencial volvió a moderar su contracción en el período julio-septiembre. El número de viviendas visadas ha aumentado ligeramente en la etapa más reciente,

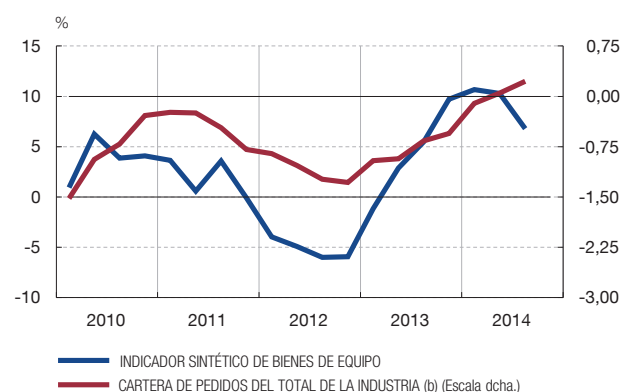
BIENES DE EQUIPO



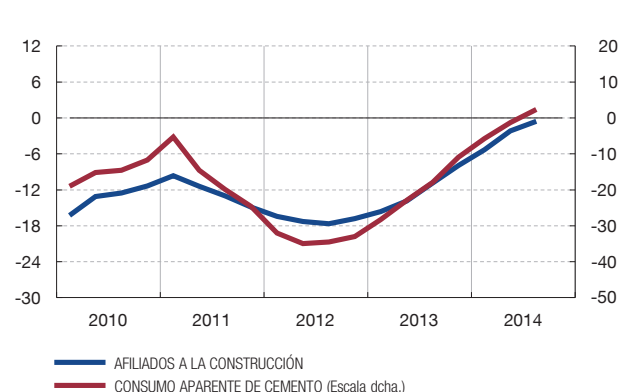
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.
b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

hasta superar en julio las 4.600 unidades, el nivel más elevado desde principios de 2012. En relación con las transacciones de vivienda, en el segundo trimestre se vendieron unas 90.000 unidades, prolongando la tendencia a la estabilización de las compras en un nivel ligeramente superior al promedio del año 2013. Las operaciones realizadas por extranjeros continuaron registrando un notable dinamismo, alcanzando casi el 18 % del total de las transacciones realizadas en el periodo abril-junio.

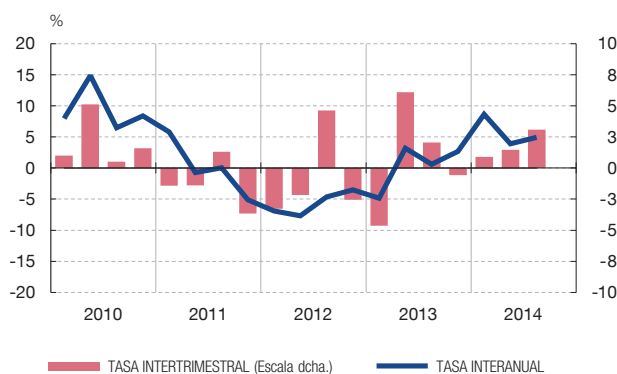
Con respecto al consumo público, los indicadores más recientes relativos al tercer trimestre muestran una cierta estabilización de este componente de la demanda, que habría registrado una tasa de variación intertrimestral cercana a cero.

La demanda exterior neta podría haber tenido una aportación ligeramente negativa al crecimiento intertrimestral del PIB entre julio y septiembre (que se estima en torno a -0,1 pp), tras la contribución nula registrada en el segundo trimestre, en un contexto de repunte de las exportaciones, tras la moderación del primer semestre, y de prolongación del dinamismo de las importaciones (véase gráfico 17). A corto plazo, las ganancias de competitividad, favorecidas por el reciente debilitamiento de la cotización del euro, deberían continuar sosteniendo el avance de las ventas en el exterior, cuya evolución, no obstante, estará muy vinculada a la de los mercados de exportación y, en particular, a la de la zona del euro.

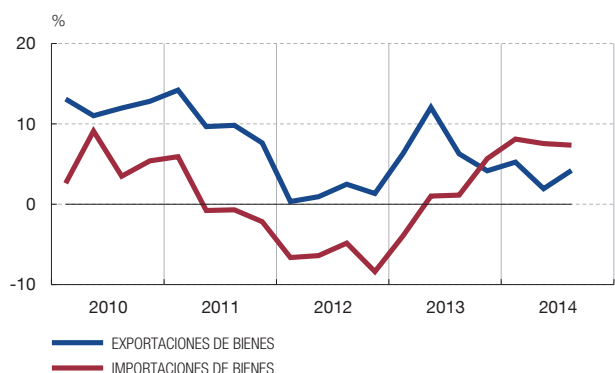
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



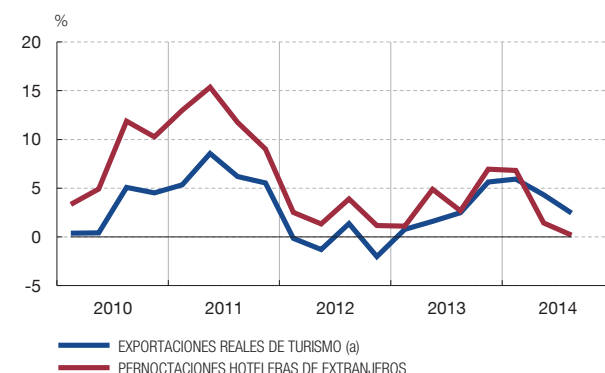
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad y Banco de España.

a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.

b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales, ajustadas de estacionalidad.

c Series ajustadas de estacionalidad.

De acuerdo con los datos de Aduanas hasta agosto, el ritmo de avance de las exportaciones reales de bienes se aceleró en la media de julio y agosto, con un aumento interanual del 5,3 %, frente al descenso del 1,1 % del segundo trimestre. Por grupos de productos, destacó el avance de las exportaciones de bienes de equipo y de consumo no alimenticio, en tanto que los incrementos de las ventas exteriores de bienes intermedios y de alimentos fueron más moderados. Por áreas geográficas, el aumento de las exportaciones en la media del período julio-agosto se apoyó en las dirigidas a la UE (8,4 % en tasa interanual), frente al estancamiento de las extracomunitarias, si bien en agosto las exportaciones a la UE experimentaron un retroceso. Entre los principales mercados comunitarios, despuntó la recuperación de las ventas a Reino Unido, tras el descenso del trimestre anterior. Por su parte, en las ventas extracomunitarias se redujeron significativamente las dirigidas a América Latina, Rusia y la OPEP mientras que destacó el dinamismo de las ventas destinadas a los países del sudeste asiático y a Estados Unidos.

La evolución de los indicadores disponibles anticipa un buen comportamiento de las exportaciones reales de servicios turísticos en el tercer trimestre del año. Se aprecia una cierta divergencia entre la evolución creciente del número de turistas y la correspondiente al gasto medio de cada uno de ellos, menos favorable que la anterior. Así, mientras que en los meses de julio y agosto las entradas de turistas extranjeros avanzaron a un ritmo inter-

anual del 7,4 %, sus pernoctaciones hoteleras aumentaron un 0,2 %. De forma análoga, según los datos de la Encuesta de Gasto Turístico (Egatur), el aumento interanual del 6,6 % del gasto nominal total de los turistas en los meses de julio y agosto vino impulsado principalmente por el incremento del número de turistas. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, las entradas de turistas alcanzaron los 45 millones de personas, superando los registros del mismo período de 2013, y, de continuar a este ritmo, alcanzarían un nuevo máximo histórico en el conjunto del año. A la evolución del número de turistas en el bimestre contribuyó positivamente el avance de los mercados tradicionales (Reino Unido, Alemania y Francia), así como el buen tono de las llegadas de visitantes nórdicos.

Las importaciones reales de bienes, según la información de Aduanas, aumentaron en el período julio-agosto un 8,8 % en términos interanuales, tras el crecimiento del 4 % registrado en el segundo trimestre. La aceleración de las compras exteriores se concentró fundamentalmente en los países de la UE. Por grupos de productos, sobresalió el crecimiento de las compras al exterior de bienes de consumo duradero y de equipo.

4.2 Producción y empleo

Los indicadores cualitativos y cuantitativos de actividad sectorial mostraron señales algo divergentes durante el tercer trimestre. Mientras que la información más actualizada de los primeros siguió apuntando a un crecimiento vigoroso, los indicadores cuantitativos apuntan a una modesta pérdida de dinamismo en el período julio-agosto.

En la industria manufacturera, los indicadores de opinión mantuvieron el tono positivo de los últimos trimestres. En concreto, en el período julio-septiembre, el indicador de confianza de la industria que elabora la Comisión Europea registró un ligero avance y el PMI de la industria manufacturera permaneció holgadamente en terreno expansivo, si bien su nivel se moderó ligeramente. Sin embargo, la información cuantitativa proporcionada por el IPI de los meses de julio y agosto ofreció algunas muestras de atonía en la actividad industrial, con tasas intermensuales solo ligeramente positivas. En todo caso, se aprecia un cierto comportamiento diferenciado según el destino económico de la producción. Así, el componente de consumo —en especial, duradero— mostró un mayor dinamismo, al contrario que el de bienes de equipo. Los indicadores referidos a la rama de la construcción, por su parte, continuaron dando muestras de una ligera recuperación de este sector.

Los indicadores de opinión relativos a los servicios de mercado debilitaron ligeramente su ritmo de avance, aunque se mantuvieron en niveles compatibles con una prolongación de la expansión de la actividad del sector. Los indicadores cuantitativos, con información incompleta, mostraron una evolución divergente. El indicador de actividad del sector servicios experimentó en julio-agosto una variación nula con respecto al segundo trimestre del año, en que creció un 0,8 % intertrimestral. Entre los sectores con un comportamiento más dinámico cabría destacar la hostelería. Por el contrario, el indicador de ventas de servicios realizadas por grandes empresas mantuvo un tono ligeramente más expansivo en julio y agosto que en los meses precedentes. En conjunto, toda esta información apunta a una leve ralentización del valor añadido de los servicios de mercado en el tercer trimestre.

En el mercado laboral, la evolución positiva del empleo observada durante la primera mitad del año se prolongó en el tercer trimestre. En concreto, las afiliaciones a la Seguridad Social se incrementaron un 2 % en tasa interanual, cinco décimas más que en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales y corregidos de estacionalidad, se observó, sin embargo, una moderación de dos décimas, hasta el 0,5 %. La mejora en la afilia-

ción fue generalizada por ramas de actividad, destacando el aumento interanual del 2,7 % en los servicios de mercado y del 2,3 % en las ramas de no mercado³. La construcción, por su parte, moderó en 1,8 pp su ritmo de descenso del empleo, hasta el 0,5 %, mientras que en la industria el número de afiliaciones se incrementó en un 0,6 %. En el conjunto de las ramas de mercado, se observó un aumento del empleo del 2 %. Este comportamiento anticiparía una tasa de variación interanual del empleo, en términos de la CNTR en el tercer trimestre, en el entorno del 1,2 % (frente al 0,8 % del segundo trimestre) (véase gráfico 18).

Por su parte, el paro registrado disminuyó un 5,9 % en el tercer trimestre, algo por debajo del descenso en el período abril-junio (-6,4 %). La contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) aumentó un 12 % en términos interanuales (15,1 % en el trimestre anterior). El número de contratos temporales se desaceleró (11,2 %, frente al 14,4 % del segundo trimestre), mientras que el de contratos indefinidos mantuvo un dinamismo más elevado (22,4 %), aumentando su peso en la contratación total hasta el 7,4 % (0,7 pp por encima de su nivel de hace un año). Por duración de la jornada, los contratos a tiempo parcial atenuaron su aumento hasta el 11,8 %, mostrando un dinamismo similar al observado en los contratos a tiempo completo (12,1 %).

4.3 Costes y precios

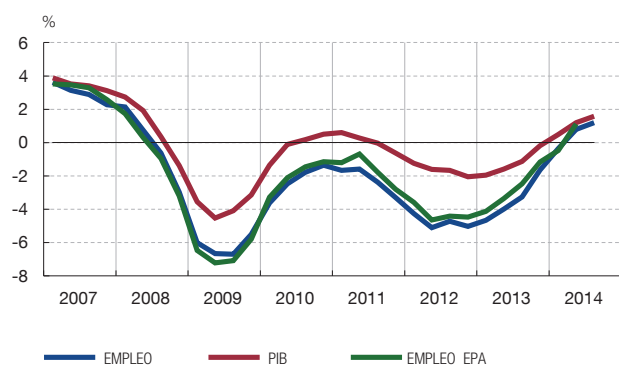
Los convenios colectivos registrados entre enero y septiembre mantuvieron estable la subida de las tarifas para 2014 en el 0,56 %, cifra similar a la pactada para el ejercicio precedente y a la recomendada en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos del 2012 (véase gráfico 19). Este incremento medio corresponde a los convenios cerrados para un total de 4,2 millones de trabajadores, número que supera al observado en el mismo período de los dos años anteriores. La mayoría de estos asalariados, más de 3 millones, tiene un convenio firmado en los ejercicios precedentes. Para estos trabajadores, el incremento de las tarifas fue del 0,54 %. En cuanto a los convenios firmados en 2014, que afectan a algo más de 1,1 millones de trabajadores, el aumento salarial hasta septiembre fue del 0,62 %. Esta tónica de moderación salarial se observó también en el indicador de la Agencia Tributaria, que mostró un descenso de la retribución media en las grandes empresas del 0,7 % en los meses de julio y agosto. Dado el bajo crecimiento de los precios observado a finales de 2013, no se espera que las cláusulas de salvaguarda contra la inflación pactadas para el año pasado afecten a los salarios del presente ejercicio, previéndose aumentos muy moderados en la remuneración de la economía de mercado en lo que resta de ejercicio.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, el deflactor del PIB habría registrado nuevamente en el tercer trimestre de 2014 una tasa de variación interanual negativa, que se estima en el -0,5 %, una décima por debajo de la del trimestre anterior, lo que refleja, fundamentalmente, el retroceso del deflactor del consumo privado (véase gráfico 20). El componente inflacionista externo habría aumentado en el tercer trimestre, hasta situar el ritmo de crecimiento del deflactor de las importaciones de bienes y servicios en el 0,5 %, frente al -0,5 % del segundo trimestre.

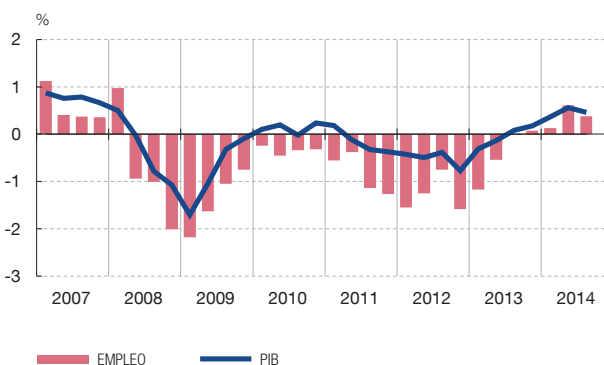
En consonancia con el retroceso estimado para el deflactor del consumo privado, el ritmo de variación interanual del IPC pasó a ser negativo en el conjunto del tercer trimestre. Tras alcanzar un mínimo del -0,5 % en agosto, la tasa de variación interanual del índice general

³ Agregación de las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General, que excluye a los cuidadores no profesionales.

TOTAL ECONOMÍA



TOTAL ECONOMÍA (b)



AGRICULTURA



INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO

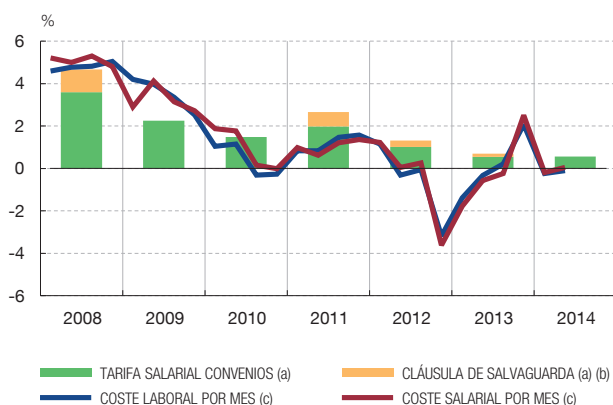


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

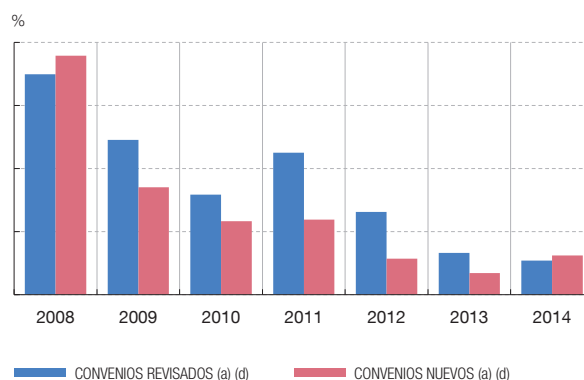
- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre. Datos del IPI hasta agosto de 2014.
- b Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

repuntó hasta el -0,2 % en septiembre (véase gráfico 21). El descenso de los precios en el promedio del trimestre se debió sobre todo a los componentes más volátiles. En concreto, los precios del componente energético registraron una tasa de variación casi nula en este período, en contraste con el incremento del 2,4 % entre abril y junio. En el caso de los alimentos no elaborados, el efecto comparación con respecto al registro de hace un año, que desapareció en septiembre, situó la tasa de variación de este componente en el trimestre en el -4,1 % (frente al -2,3 % del trimestre anterior).

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

a El último año, con información de convenios colectivos hasta septiembre de 2014.

b Cláusula de salvaguarda del año anterior.

c ETCL. Tasas de variación interanuales.

d Revisados: hasta 2013, convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero con año inicial de efectos económicos en un ejercicio anterior. En 2014, convenios con efectos económicos en este año, pero firmados con anterioridad. Nuevos: hasta 2013, convenios con efectos económicos en el ejercicio, siendo este el primer o único año de vigencia. En 2014, convenios que se han firmado en 2014 con efectos económicos en dicho año.

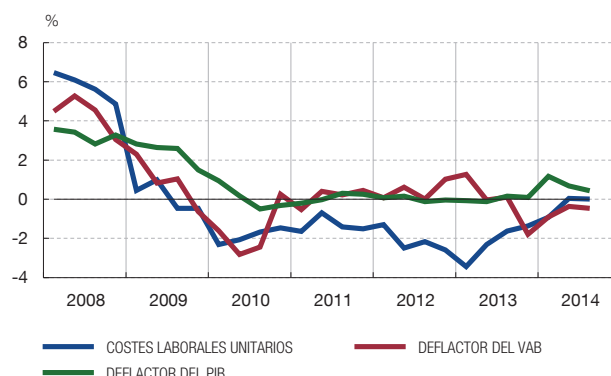
PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

GRÁFICO 20

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)

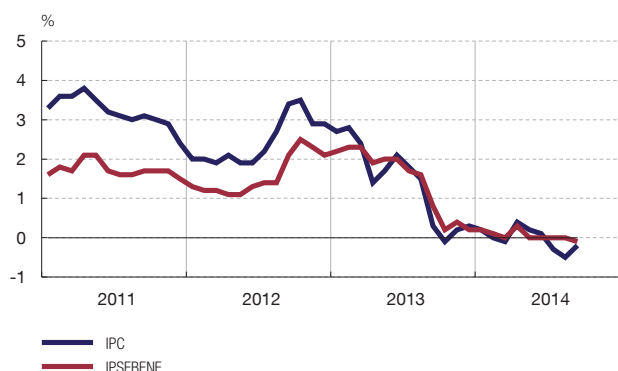


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

A su vez, el IPSEBENE, que había mostrado una tasa nula entre mayo y agosto, disminuyó en septiembre un 0,1 %, cifra coincidente con el mínimo previo de la serie histórica, alcanzado en abril de 2010. La ralentización de este indicador a lo largo del trimestre fue fruto de trayectorias dispares de sus distintos componentes. Así, los precios de los servicios se desaceleraron en dos décimas, hasta el 0,1 %, afectados por el impacto del abaratamiento del petróleo sobre los precios del transporte aéreo. Además, los precios de los alimentos elaborados volvieron a ralentizarse, muy influidos por la evolución del precio del aceite, hasta registrar una tasa de crecimiento interanual del -0,2 % en septiembre, cuatro décimas menos que en junio. Los precios de producción nacional de este tipo de bienes continuaron su senda de moderación, marcando crecimientos próximos a cero, y los de importación siguieron cayendo. Finalmente, los precios de consumo de los

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



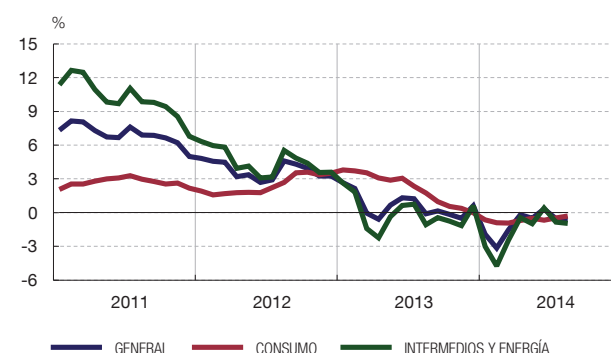
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

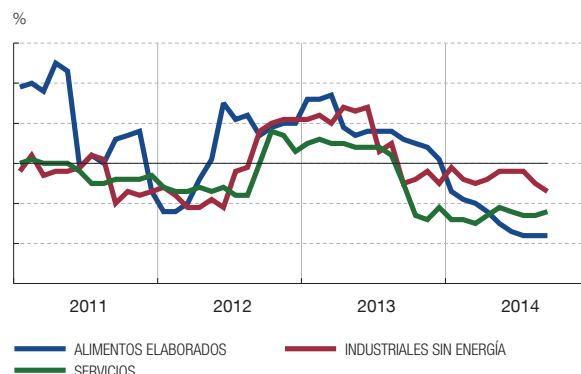
bienes industriales no energéticos moderaron su retroceso durante el tercer trimestre, disminuyendo un 0,3 % en septiembre, frente al descenso del 0,5 % registrado en junio. Los precios de producción nacional de este tipo de bienes se aceleraron ligeramente y los de importación atenuaron su abaratamiento.

El descenso de la inflación española medida por el IAPC durante el tercer trimestre fue ligeramente más acusado que en la UEM, de modo que el diferencial favorable a España pasó entre junio y septiembre de -0,5 pp a -0,6 pp (véase gráfico 22). El diferencial del IAPC, excluyendo los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, se hizo igualmente algo más favorable para España a lo largo del trimestre, pasando de -0,9 pp en junio a -1,1 pp en septiembre. Entre sus componentes, se hicieron más favorables para España los diferenciales referidos a los bienes industriales no energéticos —a finales del tercer trimestre alcanzó los -0,7 pp, frente a los -0,2 pp de finales del segundo trimestre— y a los alimentos elaborados —en septiembre el diferencial se situó en -1,8 pp, frente a -1,7 pp en junio—. Por su parte, el diferencial de los precios de los servicios se mantuvo estable durante el tercer trimestre en 1,2 pp, favorable para España. Entre los componentes más variables del índice, el diferencial de los precios energéticos se hizo algo menos favorable para la UEM, pasando de 2,5 pp en junio a 2,3 pp en septiembre, y el de los alimentos no elaborados se situó en septiembre en 0,4 pp, frente a 1,1 pp en junio.

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



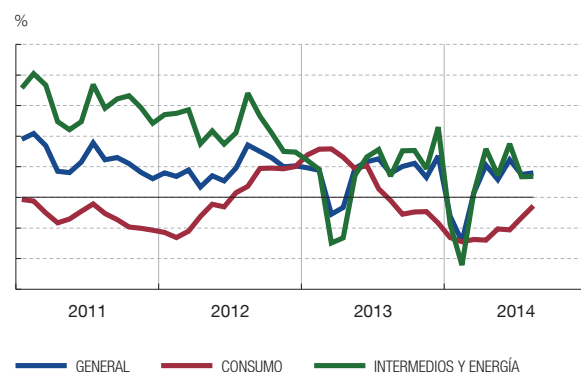
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

El índice de precios industriales se contrajo un 0,6 % en agosto, frente al avance del 0,3 % en junio. Esta evolución reflejó la desaceleración de los precios de la energía, en tanto que el componente no energético repuntó en cuatro décimas. Este patrón de abaratamiento de los productos energéticos y de encarecimiento del resto se repitió en el caso de los precios de importación y exportación de productos industriales. El resultado fue una caída adicional del índice general en la vertiente importadora entre junio y agosto, hasta el -1,7 %, mientras que, por el contrario, por lo que respecta a los precios industriales de exportación, la tasa permaneció en el -1,2 %.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

De acuerdo con las últimas cifras publicadas en términos de Contabilidad Nacional, que se ajustan por primera vez a la nueva metodología contable del SEC 2010 y están referidas al primer semestre del año, las AAPP registraron en ese período un déficit del 3,4 % del PIB, frente al 3,7 % observado en la primera mitad de 2013 (excluidas en este período las ayudas a las instituciones financieras) (véase cuadro 4).

La mejora del saldo de las AAPP en el período enero-junio se debió tanto a la evolución de los ingresos, que registraron un aumento del 1,6 % en tasa interanual, como a la contención de los gastos, con un moderado avance del 0,4 %. Entre los primeros, repuntaron tanto la recaudación tributaria como las cotizaciones sociales. Entre los gastos, destacó la reducción de los relativos a la remuneración de asalariados, la inversión y las prestaciones

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	2014 Objetivos oficiales (a)	Ejecución			Variación porcentual 2014/2013 ene-jun
			Variación porcentual 2014/2013	2013 ene-jun	2014 ene-jun	2014 ene-jul	
	1	2	3	4	5	6	7
1 Recursos totales	393.468	0,8	6,1	186.166	189.162	—	1,6
Recursos corrientes	389.625	0,2	3,7	186.568	189.429	—	1,5
Impuestos sobre producción e importaciones	115.357	5,4	7,2	60.458	62.644	—	3,6
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	105.056	-1,1	9,4	43.795	44.790	—	2,3
Cotizaciones sociales	128.172	-2,8	3,0	64.337	64.678	—	0,5
Otros recursos corrientes	41.040	-0,4	-22,0	17.978	17.317	—	-3,7
Recursos de capital	3.843	140,8	280,1	-402	-267	—	33,6
2 Empleos totales	464.759	-6,9	2,1	227.531	225.634	—	-0,8
Remuneración de asalariados	114.537	0,5	1,2	56.751	56.513	—	-0,4
Otros gastos en consumo final (b)	84.341	-3,7	1,1	40.540	40.808	—	0,7
Prestaciones sociales (no en especie)	170.600	1,3	3,3	85.354	84.527	—	-1,0
Intereses efectivos pagados	34.198	10,6	6,3	16.775	17.293	—	3,1
Subvenciones	10.427	4,5	17,6	2.864	3.835	—	33,9
Otros empleos y transferencias corrientes	17.987	6,6	-56,6	9.490	9.923	—	4,6
Formación bruta de capital	22.074	-12,0	10,5	11.428	10.848	—	-5,1
Otros gastos de capital (c)	10.595	-77,2	-15,7	4.329	1.887	—	-56,4
De los cuales: Ayudas a Instituciones Financieras	4.822	—	—	2.774	0	—	—
3 Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (3 = 1 - 2)	-71.291	—	—	-41.365	-36.472	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-6,8	—	-5,5	-3,9	-3,4	—	—
Administración Central	-4,7	—	-3,5	-3,3	-2,3	-2,8	—
<i>De la cual: Ayudas a Instituciones Financieras</i>	-0,5	—	0,0	-0,3	0,0	0,0	—
Seguridad Social	-1,1	—	-1,0	0,1	-0,2	-0,0	—
CCAA	-1,5	—	-1,0	-0,9	-1,1	-1,0	—
CCLL	0,5	—	0,0	0,1	0,1	—	—
Pro memoria							
Saldo primario	-37.093	—	—	-24.590	-19.179	—	—
Empleos totales, excluyendo ayudas a instituciones financieras	459.937	0,2	3,2	224.757	225.634	—	0,4
Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-66.469	—	—	-38.591	-36.472	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-6,3	—	-5,5	-3,7	-3,4	—	—
Saldo primario, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-32.271	—	—	-21.816	-19.179	—	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e Intervención General de la Administración del Estado.

a Los objetivos del saldo de las AAPP, son los recogidos en el Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2015. Los objetivos de ingresos y gastos son los fijados en los objetivos de Estabilidad Presupuestaria 2014-2016, de abril de 2014.

b Incluye consumo intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.

c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

sociales. En sentido contrario, se produjo un aumento de los pagos por intereses y de las compras de bienes y servicios, que contrasta, en este último caso, con las acusadas reducciones observadas en años anteriores.

Por su parte, los datos de la Contabilidad Nacional mensual se encuentran algo más actualizados, al incluir también información referida al mes de julio, en el ámbito de la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social. El agregado de estos tres subsectores registró en enero-julio un déficit del 3,9 % del PIB, lo que supone una reducción de tres décimas con respecto al correspondiente al mismo período de

Millones de euros y %

	Avance de liquidacion 2014 (b)			Ejecución			
	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Variación porcentual 2014/2013	2014 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2014 ene-ago	Variación porcentual ene-ago
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	121.118	-1,8	7,2	53.037	16,4	82.018	23,1
Impuestos directos	62.019	19,1	6,4	20.267	12,9	38.188	20,4
IRPF	37.924	42,9	10,7	16.702	15,6	29.513	29,4
Sociedades	19.964	-6,9	-1,9	1.538	-24,1	6.048	-12,2
Otros directos (c)	4.130	1,1	6,5	2.027	37,3	2.627	29,6
Impuestos indirectos	35.777	51,7	5,2	19.820	15,5	26.192	23,7
IVA	25.502	55,6	11,7	15.188	20,6	19.942	40,3
Especiales	7.554	76,3	-15,7	3.212	-0,1	4.416	-16,1
Otros indirectos (d)	2.721	-6,8	2,7	1.421	4,9	1.834	8,3
Otros ingresos (e)	23.322	-51,1	12,3	12.949	23,8	17.638	28,6
2 Pagos no financieros	160.796	5,5	1,2	80.239	-3,2	109.131	-2,4
Personal	15.638	0,5	0,6	8.100	1,5	10.410	1,2
Compras	3.200	-9,3	7,2	1.210	-4,8	1.689	-2,2
Intereses	28.407	9,0	15,7	14.545	10,8	23.911	7,8
Transferencias corrientes	101.156	5,9	-5,6	51.029	-9,6	65.950	-7,9
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—	—	—
Inversiones reales	5.930	-12,3	-6,0	1.413	-33,2	2.012	-27,4
Transferencias de capital	6.464	31,5	48,2	3.943	101,1	5.159	59,1
3 Saldo de caja (3 = 1 – 2)	-39.678	—	—	-27.202	—	-27.113	—
Saldo no financiero en términos de CN	-45.321	—	—	-26.605	—	-34.743	—
Pro memoria: impuestos compartidos (Estado más participación de las Administraciones Territoriales) (f)							
TOTAL	160.922	0,1	4,6	71.821	5,6	108.328	4,8
IRPF	69.946	-1,0	5,0	32.712	5,2	50.281	5,5
Sociedades	19.964	-6,9	-1,9	1.538	-24,1	6.048	-14,1
IVA	51.939	2,9	8,2	28.083	10,3	39.076	8,7
Impuestos especiales	19.073	4,7	-0,1	9.488	0,8	12.924	1,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

a En términos de caja.

b Niveles de avance de liquidación de 2014 (PGE2015) respecto a la liquidación de 2013.

c Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

e Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

f Los datos relativos a las tasas de variación de los impuestos compartidos se basan en los datos proporcionados por la AEAT en su Informe Mensual de Recaudación Tributaria de agosto. En este informe, la AEAT corrige el impacto del efecto calendario generado por cambios en la gestión tributaria en agosto de este año, para evitar distorsiones en el análisis de la evolución de la recaudación tributaria con respecto a la observada en el año anterior.

2013, que se concentró en la Administración Central, mientras que las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social empeoraron ligeramente su saldo.

Además, se dispone de información parcial más adelantada correspondiente a la ejecución presupuestaria hasta agosto del Estado y de la Seguridad Social (véanse cuadros 5, 6 y 7). Por lo que se refiere a los ingresos, según la información de la Agencia Tributaria, en los meses transcurridos del tercer trimestre se habría mantenido el perfil

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Presupuesto Inicial 2014 (b)	Ejecución			
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2014 ene-ago	Variación porcentual ene-ago
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	121.274	2,3	1,8	61.511	-4,9	81.737	-4,3
Cotizaciones sociales	98.093	-2,9	4,8	49.602	0,4	66.361	0,5
Transferencias corrientes	18.424	52,7	-12,1	10.102	-24,0	12.042	-23,9
Otros ingresos	4.757	-11,5	-7,0	1.807	-7,9	3.334	-8,0
2 Pagos no financieros	130.181	4,7	2,3	56.776	3,6	84.668	3,2
Personal	2.247	-1,0	3,5	1.096	-1,6	1.439	-0,5
Compras	1.438	-4,5	9,5	658	0,3	855	-0,6
Transferencias corrientes	125.783	5,0	2,1	54.978	3,7	81.719	3,2
Pensiones contributivas (c)	108.580	4,9	3,2	48.003	3,5	71.834	3,4
Incapacidad temporal	5.051	-5,8	-3,4	1.872	8,1	2.754	8,2
Resto	12.152	11,4	-5,5	5.103	4,9	7.131	-0,2
Otros gastos	713	-6,8	16,3	45	-17,9	655	11,6
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-8.907	—	—	4.735	—	-2.931	—
Saldo no financiero en términos de CN	—	—	—	-1.618	—	—	—
En porcentaje del PIB nominal anual	-1,1	—	—	-0,2	—	—	—
Pro memoria							
Servicio Público de Empleo Estatal							
Prestaciones desempleo	31.221	-4,9	-5,7	13.707	-15,9	17.795	-16,8
Sistema Seguridad Social y SEPE							
Cotizaciones sociales	116.673	-3,0	4,1	58.876	0,7	78.730	0,7

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Ministerio de Empleo y Seguridad Social y Banco de España.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Niveles de los Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para 2014 respecto a liquidación de 2013.

c Incluye las aportaciones del Estado para el complemento de mínimos.

de avance de la recaudación impositiva relativa a los impuestos compartidos por el Estado y las Administraciones Territoriales. En concreto, los ingresos tributarios, corregidos, entre otros factores, por el distinto ritmo de devoluciones, habrían aumentado hasta agosto un 4,8 % interanual, frente al incremento del 4,3 % registrado hasta junio. Por su parte, los ingresos por cotizaciones sociales (que incluyen tanto las del Sistema de Seguridad Social como las del SEPE) habrían registrado en el período comprendido entre enero y agosto un incremento interanual del 0,7 %, similar al del primer semestre. En cuanto a las partidas de gasto, se mantuvieron las tendencias de meses anteriores, siendo destacable la contención de los pagos por transferencias de la Seguridad Social (pensiones totales y prestaciones por desempleo), mientras que en los correspondientes a intereses se produjeron nuevos incrementos de cierta magnitud.

4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

Según los datos de avance de la Balanza de Pagos, durante los siete primeros meses de 2014, se frenó el proceso de corrección del déficit exterior que se observó hasta 2013. En concreto, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 2,6 mm de euros entre los meses de enero y julio, frente al superávit de 9,7 mm de euros del mismo período del año anterior (véase cuadro 8). La necesidad de financiación

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	2014 Objetivos oficiales (b)	Ejecución			
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2014 ene-jul	Variación porcentual ene-jul
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	123.493	-0,9	3,9	57.103	-3,8	69.602	-1,6
Ingresos corrientes	118.623	-0,5	1,7	56.282	-3,1	68.364	-1,2
Impuestos directos	37.027	-23,2	-1,2	17.912	-3,9	20.933	2,2
Impuestos indirectos	47.376	-18,2	8,7	23.937	1,2	30.052	9,6
Tasas, precios y otros ingresos	4.584	-3,3	-2,6	1.998	0,0	2.556	1,0
Transferencias corrientes	28.934	—	-9,8	12.269	-9,1	14.624	-20,8
Ingresos patrimoniales	702	-41,4	186,8	166	-38,3	199	-33,6
Ingresos de capital	4.870	-9,8	56,4	821	-35,4	1.238	-21,3
Enajenación de inversiones reales	573	109,8	—	161	-26,1	369	32,6
Transferencias de capital	4.298	-16,1	18,5	661	-37,4	869	-32,9
2 Pagos no financieros	138.659	-7,7	2,8	65.786	3,3	77.859	3,3
Pagos corrientes	126.388	-6,3	1,2	62.281	4,3	73.538	4,5
Gastos de personal	52.608	0,1	1,6	26.220	0,0	30.395	0,1
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.708	-22,2	4,0	14.084	15,9	16.866	14,6
Gastos financieros	7.289	16,3	22,4	4.167	19,2	4.668	16,8
Transferencias corrientes	38.782	-4,0	-5,8	17.810	-0,3	21.608	1,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—	—	—
Pagos de capital	12.271	-20,2	19,7	3.505	-11,3	4.322	-13,6
Inversiones reales	5.641	-15,3	15,8	1.697	-7,1	2.033	-9,6
Transferencias de capital	6.631	-24,0	23,1	1.808	-14,9	2.289	-16,9
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-15.166	—	—	-8.683	—	-8.257	—
Saldo no financiero en términos de CN	-15.932	—	—	-11.912	—	-10.475	—
Pro memoria							
Ingresos propios	19.842	2,7	23,7	8.934	1,0	11.547	9,6
Impuesto sobre sucesiones y donaciones	2.792	10,2	-5,8	1.427	-7,6	1.800	1,8
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	5.542	-1,7	18,4	2.902	4,0	3.480	5,9
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.584	-3,3	-2,6	1.998	0,0	2.556	1,0
Otros (c)	6.923	8,2	57,1	2.607	3,6	3.711	25,6

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Niveles de los Presupuestos Generales de las Comunidades Autónomas para 2014 respecto a la liquidación de 2013.

c Incluye: (1) Resto de impuestos directos, incluido patrimonio; (2) IGIC y AIEM; (3) Resto de impuestos indirectos; (4) Ingresos patrimoniales; (5) Enajenación de inversiones reales, y (6) impuestos correspondientes a la Comunidad Foral de Navarra: IRPF, IVA, impuesto sobre sociedades e impuestos especiales.

se explicó, fundamentalmente, por la reducción del superávit de la balanza de bienes y servicios —a pesar de la mejoría del saldo del turismo—, aunque también contribuyeron a ello la ampliación del déficit de la balanza de rentas, y, en mucha menor medida, el descenso del superávit de la cuenta de capital. En particular, en los siete primeros meses de 2014, el superávit de bienes y servicios disminuyó un 35 % en términos interanuales, hasta situarse en 14,6 mm de euros. Por lo que respecta al comercio de bienes, la información de Aduanas desvela una significativa reducción del superávit no energético, mientras que la factura energética continuó reduciéndose. Por su parte, el superávit turístico se amplió un 1,5 %, hasta 19,7 mm de euros. Finalmente, el déficit de la balanza de rentas primarias y

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL

CUADRO 8

Datos de avance

mm de euros

		Enero-julio		Tasa de variación
		2013	2014	2014/2013 (a)
Ingresos	Cuenta corriente	221,0	221,2	0,1
	Bienes y servicios	191,7	195,7	2,1
	Turismo	25,7	26,7	3,8
	Rentas primarias y secundarias	29,3	25,5	-13,1
	Cuenta de capital	5,0	3,6	-29,1
	Cuentas corriente + capital	226,1	224,8	-0,6
Pagos	Cuenta corriente	215,4	227,1	5,4
	Bienes y servicios	169,3	181,1	6,9
	Turismo	6,4	6,9	9,1
	Rentas primarias y secundarias	46,0	46,0	0,0
	Cuenta de capital	1,0	0,3	-73,5
	Cuentas corriente + capital	216,4	227,3	5,1
SalDOS	Cuenta corriente	5,7	-5,9	-11,5
	Bienes y servicios	22,4	14,6	-7,7
	Turismo	19,4	19,7	0,4
	Rentas primarias y secundarias	-16,7	-20,5	-3,8
	Cuenta de capital	4,0	3,3	-0,7
	Cuentas corriente + capital	9,7	-2,6	-12,3

FUENTE: Banco de España.

a Variaciones absolutas para los saldos.

secundarias se deterioró un 23 %, hasta situarse en 20,5 mm de euros, y el superávit de la cuenta de capital descendió un 18 %, hasta 3,3 mm de euros.

5.1 Rasgos más destacados

A lo largo del tercer trimestre, las condiciones en los mercados financieros continuaron mejorando. Así, las rentabilidades de la deuda pública española y sus diferenciales frente a la referencia alemana descendieron. En el caso del bono a diez años, la disminución acumulada en este período fue de 48 pb, hasta el 2,2 %, y la de su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo plazo, de 19 pb, hasta los 122 pb (véase gráfico 23). Por su parte, las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado se mantuvieron en niveles moderados y los tipos de interés del mercado interbancario se redujeron en todos los plazos (en el caso del euríbor a un año, la caída fue de 15 pb, hasta el 0,34 %). En los mercados de renta variable, el IBEX-35 mostró un retroceso del 0,9 %, en un entorno de volatilidad reducida. Esta evolución tuvo lugar en un contexto en el que, en el ámbito de la política monetaria, el BCE rebajó los tipos oficiales, anunció dos programas de compra de activos del sector privado no financiero y realizó la primera operación de refinanciación a largo plazo con objetivo específico (véase el epígrafe 4 de este informe).

En la parte transcurrida de octubre, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años continuó descendiendo hasta el día 14, repuntando en los días posteriores, de forma que en la fecha de cierre de este Boletín se situaba en niveles similares a los de finales de septiembre (2,2 %), mientras que su diferencial con respecto al bono alemán se elevó hasta los 137 pb. Por su parte, el IBEX-35 ha retrocedido un 8,4 %. Ambos movimientos han tenido lugar en el marco de un nuevo episodio de tensión en los mercados financieros internacionales cuyo alcance es todavía difícil de valorar.

De acuerdo con los datos publicados por el INE, los precios de la vivienda libre aumentaron en el segundo trimestre un 1,7 % con respecto al nivel de marzo, con lo que su tasa de avance interanual pasó a situarse en valores positivos por primera vez desde comienzos de 2008 (0,8 %, frente a la caída del 1,6 % del primer trimestre) (véase gráfico 23).

En línea con el retroceso de las rentabilidades interbancarias y con el abaratamiento de la financiación de la banca, entre junio y agosto (último dato disponible) el coste del crédito descendió en todos los segmentos, con la única excepción del asociado a los préstamos a hogares dedicados a consumo y otros fines, que presenta una mayor volatilidad y está más afectado por factores estacionales (véase gráfico 23). Los tipos de interés bancarios siguen, no obstante, en niveles elevados para el tono expansivo de la política monetaria (véase recuadro 6). El coste del resto de fuentes de financiación de las sociedades también descendió en el conjunto del tercer trimestre.

El ritmo de retroceso interanual de la financiación obtenida por los hogares y las sociedades no financieras apenas varió entre junio y agosto (último dato disponible), situándose próximo al

4 Los distintos indicadores presentados en esta sección del informe se calculan de acuerdo con la metodología establecida en el Reglamento (UE) 549/2013, de 21 de mayo de 2013, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea, conocido como «SEC 2010», que entró en vigor el 1 de septiembre de este año, sustituyendo a la metodología anterior, denominada «SEC 95». Asimismo, se ha actualizado la información referente a los activos financieros y pasivos de los sectores residentes con el resto del mundo, como consecuencia de la revisión de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional, por la aplicación del nuevo *Manual de Balanza de Pagos*. En términos de los indicadores aquí presentados, la variación más significativa derivada de estos cambios estadísticos se observa en la ratio de endeudamiento sobre PIB de las sociedades no financieras, cuyo nivel se reduce, en promedio, unos 9 pp desde comienzos de 2012. Para más detalles sobre estos cambios estadísticos, pueden consultarse <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/novedadesccff.pdf>, <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/efectosaplicacionsec2010.pdf> y http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_47.pdf.

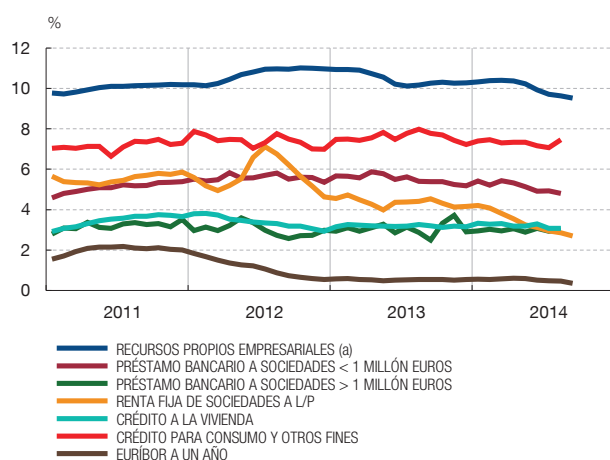
ÍNDICES BURSÁTILES



DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DE LA VIVIENDA (b)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
b Índice de precios de la vivienda del INE.

4,5 %. Las caídas de los saldos agregados de los préstamos bancarios fueron, sin embargo, compatibles con una expansión de los volúmenes de las nuevas operaciones en la mayoría de los segmentos (véase recuadro 6), favorecida por el aumento de la demanda y la mejoría de las condiciones de acceso al crédito, y, en el caso de las empresas, con una recomposición de la deuda hacia aquellos agentes y sectores con una posición más favorable para acometer nuevos proyectos de inversión y contratación. Así, de acuerdo con la información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre, la tasa interanual de disminución de esta fuente de financiación se moderó en la mayoría de ramas de actividad, a excepción del sector inmobiliario, donde los excesos de endeudamiento acumulados fueron más acusados.

En el segundo trimestre de 2014 se observó un cierto reforzamiento de la posición patrimonial de las familias y de las sociedades no financieras. Así, en el caso de los hogares, el endeudamiento como porcentaje de la renta bruta disponible (RBD) se mantuvo en niveles similares a los de marzo y la carga financiera siguió descendiendo, al tiempo que aumentó la riqueza neta. Por su parte, la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, se redujo. En el caso de las empresas, la ratio de endeudamiento en relación con el PIB también disminuyó y la carga financiera asociada a los pagos por intereses apenas varió. Asimismo, de acuerdo

Desde mediados de 2012 se ha registrado una importante mejora de las condiciones en los mercados financieros, favorecida por las distintas medidas de política económica adoptadas por las auto-

ridades nacionales de los países del área del euro, los avances en la gobernanza de la UEM y la política monetaria expansiva del Eurosistema. El episodio de tensiones financieras en los días pre-

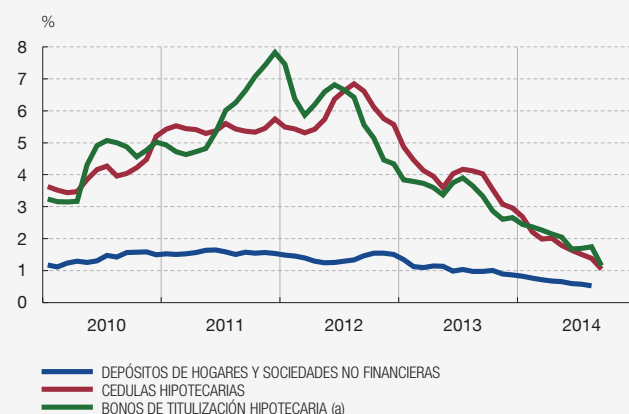
1 PRIMA DE LOS CDS A CINCO AÑOS. EMPRESAS NO FINANCIERAS



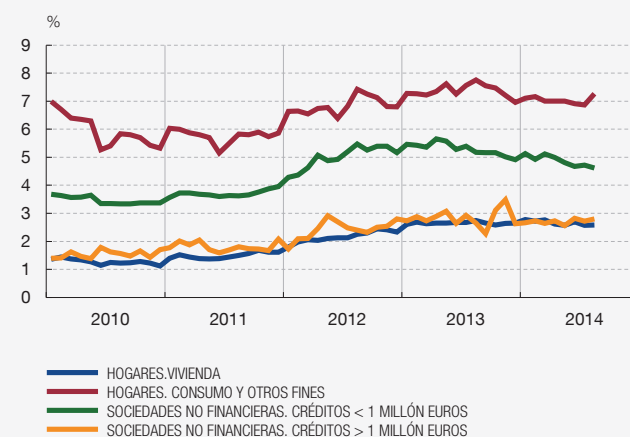
2 PRIMA DE LOS CDS A CINCO AÑOS. EMPRESAS FINANCIERAS



3 COSTE DE FINANCIACIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO



4 DIFERENCIAL ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS DE CRÉDITO BANCARIO Y LAS RENTABILIDADES INTERBANCARIAS DE REFERENCIA



5 VARIACIÓN DE LAS CONDICIONES Y CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. EPB



6 NUEVAS OPERACIONES PRÉSTAMOS BANCARIOS (Crecimiento interanual del dato acumulado de tres meses)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Promedio del tipo de interés de los tramos sénior de titulaciones hipotecarias españolas.
 b Promedio de las variaciones de los criterios de aprobación de préstamos a empresas (pymes y grandes) y a familias (vivienda y consumo y otros fines).
 c Definido como el promedio de las respuestas de los bancos españoles a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Eurosistema a las preguntas relativas a las condiciones de financiación en los distintos segmentos (dichas condiciones incluyen, entre otras, el margen a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo, las garantías requeridas y el plazo de vencimiento).

vios a la publicación de este informe introduce alguna incertidumbre, cuyo alcance, sin embargo, todavía no se puede valorar.

En el mercado de deuda pública española, las condiciones para la captación de fondos han mejorado sustancialmente, como reflejan los descensos de las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios de estos títulos y del diferencial con respecto a la referencia alemana a los mismos plazos. En concreto, el tipo de interés del bono a diez años y su diferencial con el alemán con vencimiento similar se situaban a mediados de octubre en torno al 2,1 % y 124 pb, respectivamente, 58 pb y 17 pb por debajo de los niveles de finales de junio, acumulando descensos de 551 pb y 511 pb, respectivamente, desde los valores máximos alcanzados en julio de 2012 (véase panel superior derecho del gráfico 23 de este informe).

La mejora de las condiciones de financiación en los mercados de deuda pública se ha ido trasladando progresivamente a los agentes privados, aunque a ritmos desiguales. Así, las primas de los seguros de riesgo crediticio (CDS, en inglés) de los valores emitidos por las empresas no financieras y los bancos, que protegen al inversor frente a un impago de deuda, se han reducido sustancialmente desde mediados de 2012, convergiendo, de este modo, a niveles próximos a los del promedio de la UEM (aunque siguen estando ligeramente por encima de ellos) (véanse paneles 1 y 2 del gráfico adjunto). Asimismo, también se han reducido los tipos de interés de las cédulas y de los bonos de titulización de activos, y, desde finales de 2012, también los de los depósitos, componente principal de los pasivos de las entidades de crédito (véase panel 3 del gráfico).

Asimismo, la traslación de los impulsos monetarios expansivos al coste del crédito bancario se está produciendo, aunque con un mayor retardo y, por el momento, de forma incompleta. Hasta mediados de 2013 solamente se había reducido el tipo de interés de los créditos para adquisición de vivienda. A partir de dicha fecha, las disminuciones se extendieron a los segmentos de mayor riesgo y fueron algo más elevadas que las de las rentabilidades interbancarias, reduciéndose el diferencial entre ambas, que había aumentado significativamente durante 2010-2012¹ (véase panel 3 del gráfico adjunto). Así, en los préstamos destinados a los hogares para consumo y otros fines distintos de la adquisición de viviendas y a las empresas por importes inferiores a un millón de euros (segmento en el que se concentran las operaciones de las pymes), dichos diferenciales han descendido en torno a 50 pb y 100 pb, respectivamente desde sus registros máximos de 2013. En cualquier caso, el coste de la financiación bancaria continúa siendo alto para el tono expansivo de la política monetaria.

En la misma línea, las respuestas de las entidades de crédito a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios revelan que, tras el significativo endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevas operaciones entre 2007 y 2012, dichos criterios apenas habrían variado en 2013, empezando a verse signos de ligera relajación en algunos segmentos específicos desde finales de 2013 (en concreto, en los préstamos a pymes y a hogares para consumo y otros fines). Asimismo, de acuerdo con esta misma fuente, las condiciones de financiación también habrían mostrado, en conjunto, una cierta relajación recientemente (véase panel 5 del gráfico adjunto). Similares resultados se observan en la última ola de la encuesta de acceso a la financiación de las pymes en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) que realiza el Banco Central Europeo y que cubre el período comprendido entre octubre de 2013 y marzo de 2014. Así, por primera vez desde 2009 en que se comenzó a hacer la encuesta, la proporción de pymes españolas que percibieron una mayor disponibilidad de préstamos bancarios superó a la de aquellas que informaron de un deterioro en este aspecto².

En sintonía con esta mejora en el acceso a la financiación bancaria, las nuevas operaciones de crédito al sector privado han mostrado un mayor dinamismo desde comienzos de 2014 en la mayoría de segmentos. Así, el flujo de nuevos préstamos a los hogares ha presentado, desde principios de año, una tasa de avance interanual positiva, tanto en el caso de los destinados a adquisición de vivienda como en los de consumo y otros fines. En el caso de las empresas, la recuperación se concentra en las operaciones de menos de un millón de euros, mientras que en aquellas de cuantía superior a este importe (utilizadas fundamentalmente por las grandes empresas, con acceso a otras fuentes de financiación alternativas al crédito bancario) continúa observándose una reducción del volumen de nuevas operaciones, aunque las tasas de descenso se han moderado en los últimos meses (véase panel 6 del gráfico adjunto).

En definitiva, los datos más recientes evidencian una mejora de las condiciones de financiación de los sectores público y privado. Los descensos en los costes de financiación son más evidentes en los mercados mayoristas, donde los diferenciales con el promedio de la UEM se han estrechado considerablemente, mientras que en el caso de los préstamos bancarios han sido, por el momento, más modestos. La mejora que, aunque moderada, han registrado las condiciones de financiación bancaria habría favorecido la recuperación de las nuevas operaciones crediticias desde comienzos de 2014.

1 Para más detalles sobre la evolución de estos diferenciales y de los factores explicativos de su evolución, véase I. Fuentes (2014), «Un análisis desagregado de los factores explicativos del aumento de los diferenciales de los tipos de interés del crédito en España durante la crisis», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.

2 Para más detalles, véase recuadro «Evolución reciente del acceso a la financiación bancaria de las pymes españolas», en el «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, 2014, pp. 56 y 57.

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013			2014	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	-4,1	-3,5	-3,1	0,0	1,7	1,9	2,0	1,6	1,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	5,0	4,8	4,3	3,6	5,5	6,0	6,7	5,7	5,1
Sociedades no financieras	0,6	1,4	1,1	0,6	1,8	1,7	3,0	2,8	2,4
Hogares e ISFLSH	4,4	3,4	3,2	3,0	3,7	4,3	3,7	2,9	2,6
Instituciones financieras	1,8	1,1	2,0	6,7	5,9	5,2	2,1	2,4	2,2
Administraciones Públicas	-11,0	-9,4	-9,4	-10,3	-9,6	-9,3	-6,8	-6,5	-6,3
Pro memoria									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (b)	0,9	-2,4	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,7	1,0	0,2

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Indicador que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente.

con los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT), entre abril y junio se elevaron las rentabilidades de las compañías de esta muestra. Los datos de avance del tercer trimestre apuntan a que durante este período se habrían seguido reduciendo las ratios de endeudamiento y carga financiera del sector privado no financiero.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos derivó en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento, que alcanzó el 96,3 % del PIB en el segundo trimestre del año, mientras que el descenso en los costes de financiación permitió que la carga financiera se mantuviera en el 3,4 % del PIB. La información más reciente, correspondiente a agosto, muestra una moderación del crecimiento interanual de la financiación de este sector.

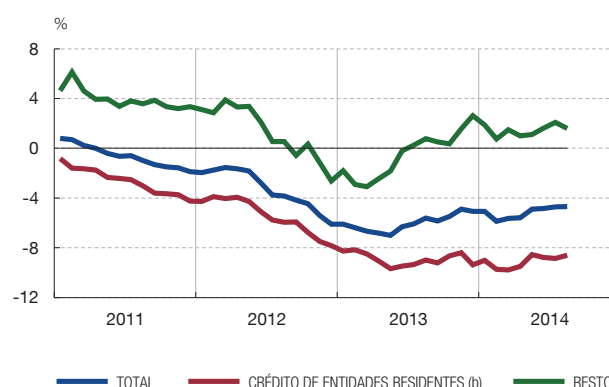
De acuerdo con los datos de la Balanza de Pagos, en el segundo trimestre se produjo una entrada neta de fondos en la economía española (excluyendo al Banco de España), ya que el aumento de los pasivos emitidos por residentes en manos del resto del mundo fue superior a la inversión de los agentes nacionales en activos foráneos. Esta evolución, unida a la capacidad de financiación que presentó la nación del 0,5 % del PIB (1 % en términos acumulados de cuatro trimestres) (véase cuadro 9), se tradujo en una reducción de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. La información provisional de julio muestra, en cambio, un incremento en dicho saldo.

En resumen, en el tercer trimestre se prolongó la pauta de mejoría de las condiciones en los mercados financieros mayoristas, comportamiento que se ha interrumpido, sin embargo, en la parte transcurrida de octubre como resultado de un episodio de tensionamiento de los mercados, ligado a los temores sobre la coyuntura mundial y la recuperación del área del euro, cuyo alcance es prematuro valorar. Hasta ese momento, la evolución de las condiciones financieras propició un descenso de los tipos de interés del crédito bancario, si bien continúan en niveles altos para el tono expansivo de la política monetaria. La mejora de las condiciones de acceso al crédito y la mayor demanda de fondos contribuyeron a elevar los volúmenes de las nuevas operaciones y a avanzar en el proceso de recomposición sectorial y entre agentes del endeudamiento agregado, que siguió contrayéndose condicionado por la necesidad de corrección de los elevados niveles que todavía presentaba. Finalmente, la información más reciente evidencia un cierto fortalecimiento de la posición patrimonial del sector privado no financiero.

CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES



FUENTE: Banco de España.

a El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.

b Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

5.2 El sector hogares

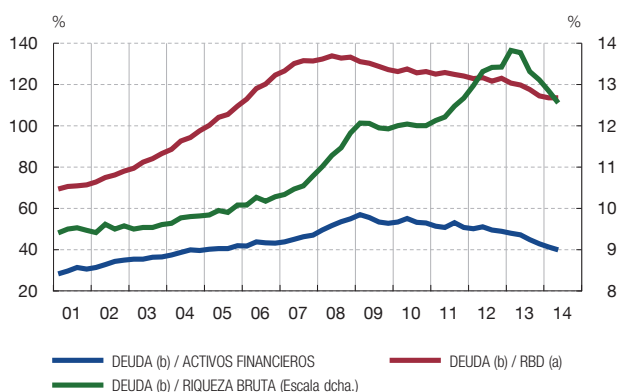
El tipo de interés de los préstamos a familias para adquisición de vivienda se redujo en 22 pb entre junio y agosto (último dato disponible), hasta el 3,1 %. En cambio, el coste de los fondos destinados a consumo y otros fines, que presenta una mayor volatilidad y está más afectado por factores estacionales, aumentó en 31 pb, hasta el 7,5 %.

El ritmo de descenso interanual del crédito bancario a hogares apenas varió con respecto a junio, situándose en agosto en el 4,5 % (véase gráfico 24). El desglose por finalidades revela que el retroceso del crédito para adquisición de vivienda se moderó ligeramente (3,8 %, frente al 4 % de dos meses antes), mientras que, en contraposición, el destinado a consumo y otros fines presentó un descenso más acusado (del 6,7 %, frente al 5,9 % de junio). En ambos segmentos, el volumen de nuevas operaciones aumentó, en términos interanuales, durante julio y agosto, y lo hizo a tasas superiores a las del trimestre anterior.

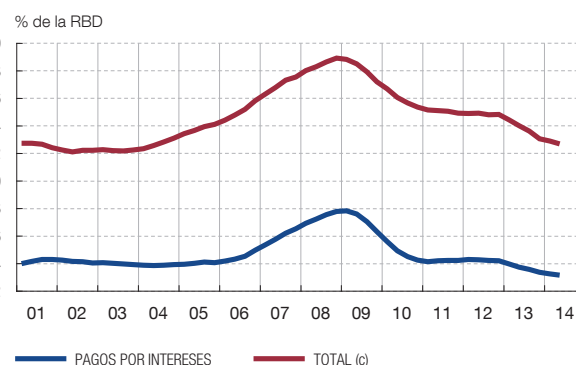
Los datos disponibles más recientes, referidos al segundo trimestre de 2014, muestran, en conjunto, una cierta mejora de la situación patrimonial de los hogares. Así, la ratio de endeudamiento en relación con la RBD se mantuvo en niveles similares a los del primer trimestre, ya que la contracción de la deuda fue compensada por la disminución de las rentas (véase gráfico 25). Además, el menor endeudamiento de las familias, unido a los menores pagos por intereses, permitió que la carga financiera experimentara un nuevo retroceso. Por último, la riqueza neta de las familias aumentó, como resultado tanto del incremento de sus activos financieros netos como de la revaloración del patrimonio inmobiliario, mientras que la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, se redujo.

De acuerdo con la información procedente de las cuentas financieras, en el segundo trimestre los hogares incrementaron sus tenencias de activos, tras la moderada desinversión que habían efectuado en los tres primeros meses del año. De este modo, en términos acumulados de cuatro trimestres, las compras de este tipo de instrumentos se incrementaron 0,9 pp, hasta el 1,4 % del PIB (véase cuadro 10). La inversión se concentró en los fondos de inversión (el flujo de recursos canalizado a través de estos activos se incrementó por cuarto trimestre consecutivo, hasta alcanzar el 3,2 % del PIB) y en los depósitos (2,1 % del PIB). Por el contrario, los hogares disminuyeron sus tenencias de valores de renta fija por un volumen equivalente al 0,7 % del PIB.

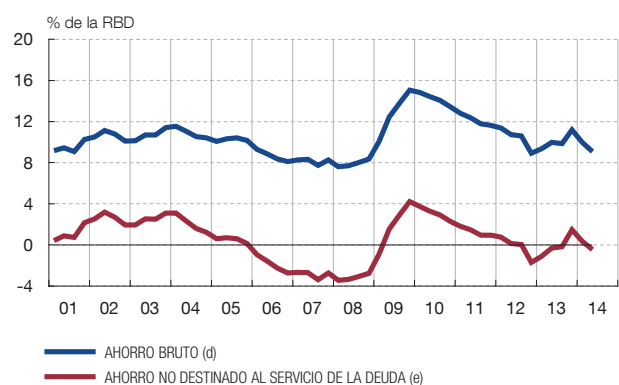
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



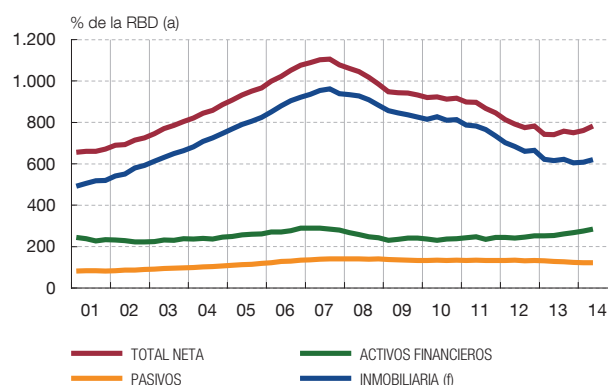
CARGA FINANCIERA (a)



AHORRO (a)



RIQUEZA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Datos acumulados de cuatro trimestres.
 b Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
 c Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 d Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible. Ajustado de estacionalidad.
 e Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
 f Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre junio y agosto, el tipo de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras se redujo ligeramente, tanto en el caso de las operaciones de importe inferior a un millón de euros (11 pb, hasta el 4,8 %) como en las de cuantía superior a este volumen (7 pb, hasta el 3 %). También descendió en el conjunto del trimestre el coste de las otras fuentes de financiación. Así, el asociado a las emisiones de renta fija a largo plazo disminuyó 42 pb, hasta el 2,7 %; el de los recursos propios, 41 pb, hasta el 9,5 %; y el de los pagarés, 16 pb, hasta el 1,1 %.

La caída interanual de la financiación ajena de las sociedades no financieras se mantuvo en agosto en tasas similares a las de finales del segundo trimestre (4,7 %). El desglose por instrumentos muestra un descenso de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes algo menor que en junio (del 8,6 %, frente al 8,8 %) (véase gráfico 24), y una moderación del ritmo de expansión de los valores de renta fija (0,8 %, frente al 3,1 % de dos meses antes). A pesar de las escasas variaciones que ha presentado el ritmo de contracción interanual del crédito bancario entre junio y agosto, los volúmenes brutos de las nuevas operaciones volvieron a aumentar, en términos interanuales, en el segmento de las operaciones inferiores a un millón de euros, como consecuencia de una cierta

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 10

Porcentaje del PIB (a)

	2010	2011	2012	2013	2014	
				IV TR	I TR	II TR
Hogares e ISFLSH						
Operaciones financieras (activos)	4,0	1,9	0,1	0,4	0,5	1,4
Efectivo	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
Depósitos	2,2	0,1	0,6	2,6	1,3	0,5
Valores de renta fija (b)	1,3	1,7	-1,8	-4,0	-2,7	-1,5
Acciones y otras participaciones (c)	0,4	0,6	2,5	0,8	0,5	-0,5
Fondos de inversión	-1,4	-0,4	-0,8	1,6	1,9	2,4
Reservas técnicas de seguros	0,5	0,0	0,3	0,8	0,8	0,8
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,2	0,7	0,2	0,7	0,8	0,8
De jubilación	0,2	-0,2	0,1	0,1	-0,1	0,0
Resto	1,0	0,1	-0,4	-0,9	-0,8	0,3
Operaciones financieras (pasivos)	0,6	-1,3	-2,9	-3,3	-2,4	-1,2
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	0,1	-2,0	-3,3	-4,0	-3,7	-3,4
Créditos para adquisición de vivienda (d)	0,2	0,6	0,6	0,1	-0,4	-0,3
Créditos para consumo y otros fines (d)	-0,3	-0,4	0,5	-0,8	-0,6	-0,6
Resto	0,5	0,7	0,4	0,7	1,3	2,3
Sociedades no financieras						
Operaciones financieras (activos)	7,5	0,4	-7,0	-5,9	-5,9	-3,5
Efectivo	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Depósitos	0,0	-1,9	-0,6	1,5	1,4	1,5
Valores de renta fija (b)	2,0	1,2	0,1	-1,1	-0,6	-0,8
Acciones y otras participaciones	2,7	0,0	0,4	1,7	1,2	1,1
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	3,0	0,2	-0,1	1,9	1,2	1,2
Crédito comercial e interempresas	1,7	-1,4	-6,4	-7,8	-8,5	-6,7
Resto	1,1	2,4	-0,4	0,0	0,6	1,4
Operaciones financieras (pasivos)	6,1	-0,7	-7,6	-8,8	-8,8	-6,0
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-1,2	-3,4	-6,0	-6,6	-6,4	-5,6
Préstamos exteriores	0,9	0,6	-1,3	-0,5	-0,1	-0,2
Valores de renta fija (e)	0,7	0,5	0,9	0,5	0,1	0,2
Acciones y otras participaciones	2,8	3,4	4,3	3,4	2,9	2,5
Crédito comercial e interempresas	2,0	-2,3	-5,7	-8,2	-8,1	-6,2
Resto	1,0	0,4	0,2	2,5	2,8	3,2
Pro memoria: Tasas de crecimiento interanual (%)						
Financiación (f)	0,5	-2,1	-5,2	-5,1	-5,3	-4,7
Hogares e ISFLSH	0,2	-2,4	-3,8	-5,1	-4,8	-4,4
Sociedades no financieras	0,7	-1,9	-6,1	-5,1	-5,6	-4,8

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

c Excluye los fondos de inversión.

d Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

e Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

f Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

mejora de las condiciones de acceso al crédito, especialmente para las pymes, y de un aumento de la demanda de fondos.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre, muestra una moderación en el ritmo de retroceso interanual de esta fuente de financiación en la mayoría de ramas de actividad, con la principal excepción del sector inmobiliario, que es el que acumuló un mayor sobreendeudamiento. Así, la financiación bancaria se redujo, en términos interanuales, un 9,2 % en la industria, un 10,9 % en la construcción y

un 2,8 % en el resto de servicios —tras las caídas del 10,4 %, 12,7 % y 4,5 %, respectivamente, en el primer trimestre—, mientras que en los servicios inmobiliarios la contracción se intensificó, hasta alcanzar el 15,1 % (frente al 13,4 % de marzo).

Los datos más recientes del desglose por tamaño apuntan a que el ritmo de contracción del crédito para las pymes que operan en sectores distintos a la construcción y los servicios inmobiliarios se moderó entre junio y agosto, mientras que se acentuó algo en aquellas que operan en estas dos ramas de actividad.

Por su parte, la información microeconómica muestra que la proporción de empresas para las que el crédito bancario no se contrae siguió aumentando en la parte transcurrida de 2014, lo que evidencia una intensificación del proceso de reasignación del crédito dentro del sector empresarial. Las compañías que se encuentran en esta situación se caracterizan por presentar una posición financiera más favorable y un mayor dinamismo de su actividad en comparación con aquellas otras que están inmersas en procesos de desendeudamiento⁵.

La información más reciente de las cuentas financieras, referida al segundo trimestre, muestra que, en términos acumulados de cuatro trimestres, el ahorro financiero neto de las sociedades no financieras se redujo 0,4 pp, situándose en el 2,4 % del PIB (véase cuadro 9). Esta evolución, junto con el aumento de las adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en una reducción de la brecha de financiación (que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente), que, en términos acumulados de doce meses, se situó en el 0,2 % del PIB, frente al 1 % de marzo.

Los indicadores de posición patrimonial del sector de sociedades no financieras evidencian una mejoría durante el segundo trimestre (última información disponible). Así, la ratio de endeudamiento en relación con el PIB continuó reduciéndose gracias al avance del producto y a la caída de los recursos ajenos, mientras que la carga financiera apenas varió (véase gráfico 26). Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, prosiguió la mejoría de los resultados, de modo que las rentabilidades de los recursos propios y del activo neto se elevaron, hasta alcanzar el 4,8 % y el 4,2 %, respectivamente (0,7 pp y 0,4 pp por encima de las ratios de 2013, respectivamente). Por otra parte, la contracción de la deuda, unida a la recuperación de los excedentes empresariales y al retroceso del coste medio de los pasivos, se tradujo en una nueva reducción de las ratios de endeudamiento —tanto respecto al activo total como sobre las rentas generadas— y de carga financiera por intereses de las empresas de esta muestra. En línea con esta evolución, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y, especialmente, sobre la inversión descendieron en el segundo trimestre.

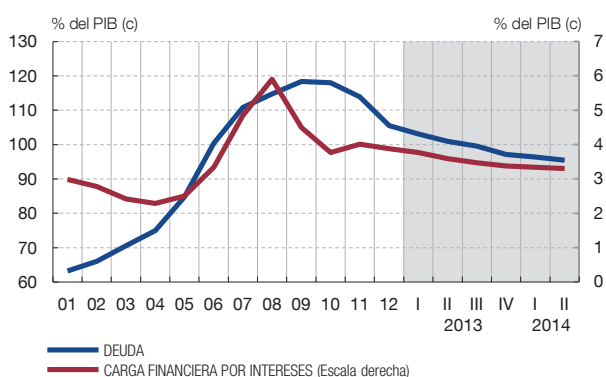
5.4 Las Administraciones Públicas

De acuerdo con los datos de las cuentas financieras, en el segundo trimestre del año las AAPP redujeron ligeramente sus necesidades de financiación en términos acumulados de cuatro trimestres, hasta el 6,3 % del PIB (frente al 6,5 % del período enero-marzo) (véase cuadro 9).

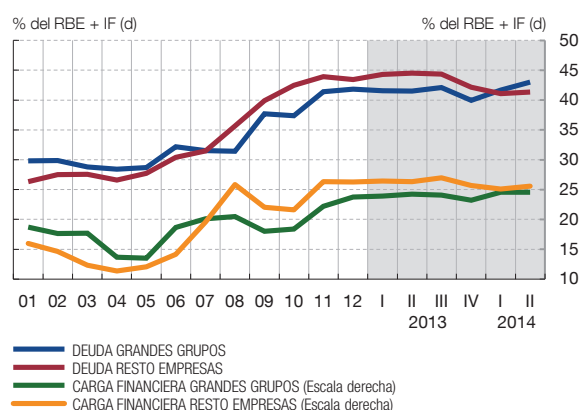
El desglose por instrumentos muestra que las AAPP volvieron a captar la mayor parte de su financiación a través de la emisión de bonos y obligaciones, que alcanzó un importe

⁵ Para más detalles, véase Martínez, Menéndez y Mulino (2014), «Un análisis desagregado de la evolución reciente del crédito empresarial», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

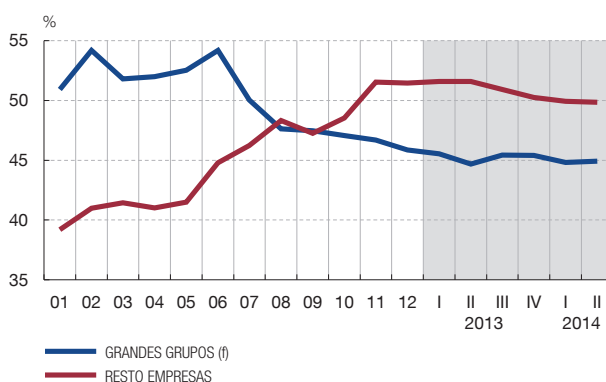
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



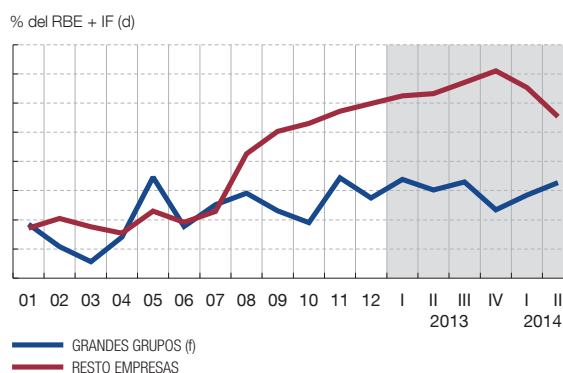
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



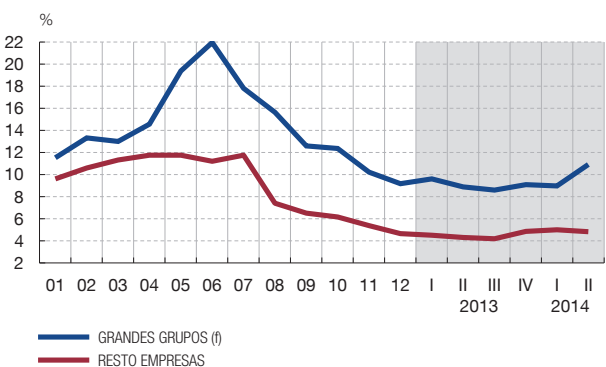
DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



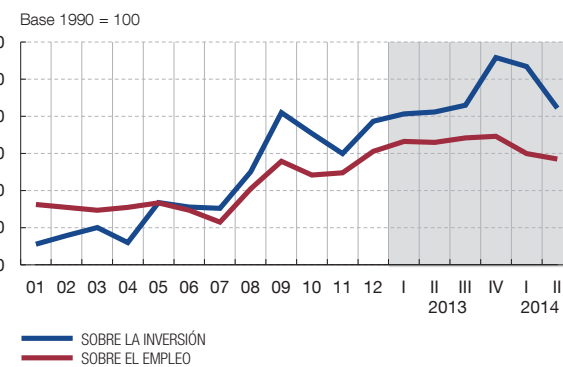
CARGA FINANCIERA TOTAL (g). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



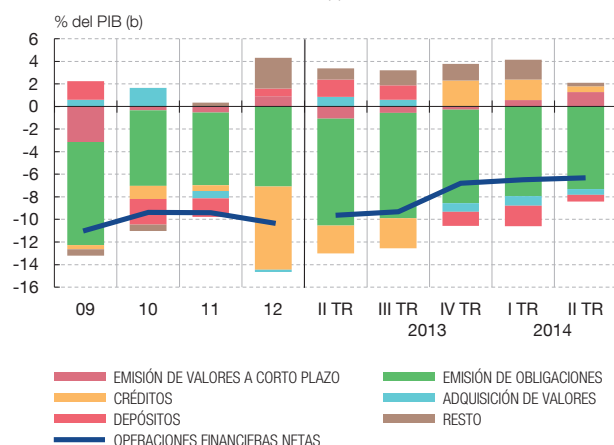
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (h)



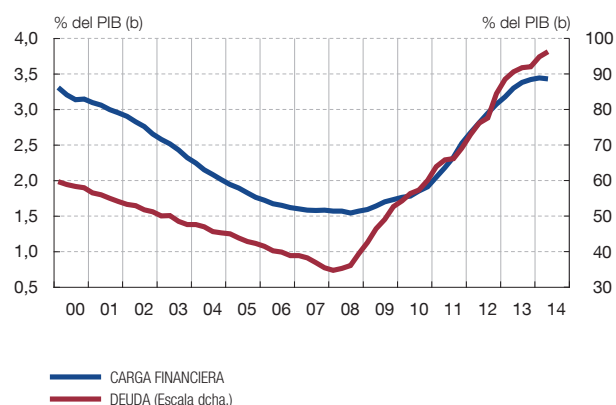
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de la Central de Balances se han construido hasta 2011 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.
- b Recursos ajenos con coste.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- g Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- h Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS.
CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

- a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

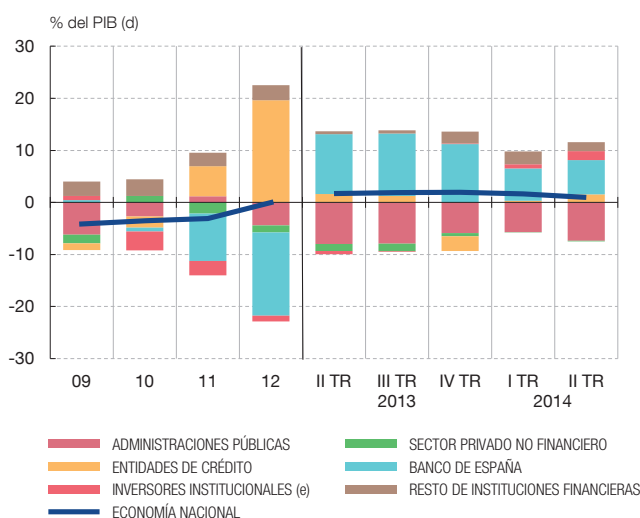
equivalente al 10,2 % del PIB trimestral, 2,4 pp menos que en marzo. En términos acumulados de doce meses, las emisiones ascendieron al 7,3 % del producto, frente al 7,9 % del primer trimestre (véase gráfico 27). Asimismo, el saldo de valores de corto plazo y, en menor medida, de los créditos se redujo con respecto a marzo, por unos volúmenes equivalentes al 3 % y al 0,3 % del PIB trimestral, respectivamente. Por lo que respecta a los activos, las AAPP incrementaron por segundo trimestre consecutivo sus tenencias de depósitos y de valores de renta fija (por unos volúmenes equivalentes al 3,7 % y al 0,7 % del PIB trimestral, respectivamente), aunque en términos acumulados de cuatro trimestres se observaron retrocesos en ambas partidas.

La expansión de la deuda se tradujo en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento de las AAPP, que alcanzó el 96,3 % del PIB en el segundo trimestre del año, 1,5 pp superior a la de marzo. No obstante, el descenso en los costes de financiación permitió que la carga financiera se mantuviese por cuarto trimestre consecutivo en el 3,4 % del PIB. La información más reciente, correspondiente a agosto, muestra una ralentización de la financiación del sector, de modo que la tasa de crecimiento interanual pasó a situarse en el 6,1 %, 0,4 pp menos que en junio. Por instrumentos, esta evolución respondió a la intensificación de la caída de los valores a corto plazo (del 13,4 %, frente a la disminución del 10 % de junio) y, en menor medida, del crédito (del 2,3 %, frente a la del 1,6 % de finales del segundo trimestre), mientras que, por el contrario, la tasa de expansión de los valores a largo plazo se incrementó ligeramente, hasta el 11,3 %. Durante julio y agosto se produjeron, en conjunto, amortizaciones netas de valores del Estado, con caídas de las tenencias de los no residentes y del sector privado no financiero, que fueron solo parcialmente compensadas por las compras netas que realizaron las instituciones financieras nacionales.

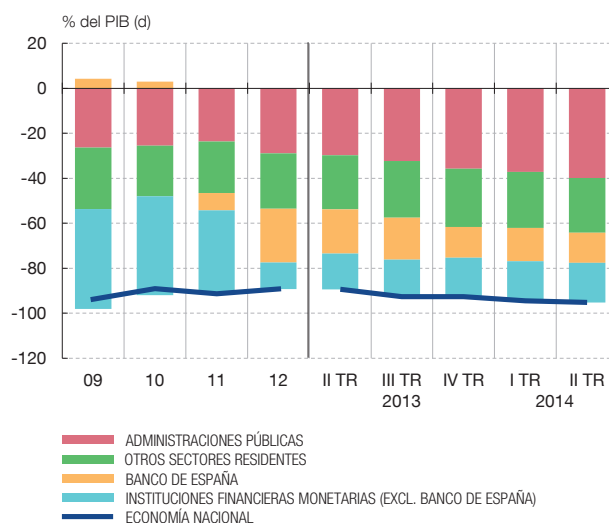
5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con los datos más recientes de las cuentas financieras, la economía española presentó en el segundo trimestre una capacidad de financiación del 0,5 % del PIB trimestral, tras haber necesitado fondos del exterior en el período enero-marzo por un importe equivalente al 2,5 % del PIB. De esta forma, en términos acumulados de cuatro trimestres,

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
b Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
c Los datos a partir de 2012 son los correspondientes a la nueva información de Balanza de Pagos.
d La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
e Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

el ahorro financiero neto de la nación se redujo 0,6 pp, hasta el 1 % del PIB (véase cuadro 9). Esta evolución fue el resultado, por un lado, de la reducción del saldo acreedor de los hogares, de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras y, por otro, de las menores necesidades de financiación de las AAPP.

En el segundo trimestre se produjo una entrada neta de fondos en la economía española (excluyendo al Banco de España), ya que el aumento de los pasivos emitidos por residentes en manos del resto del mundo fue superior al incremento de las tenencias de los agentes nacionales de activos emitidos en el exterior. Esta evolución, unida a la capacidad de financiación que presentó la nación, se reflejó en un nuevo descenso de la posición deudora frente al exterior del Banco de España, por un importe equivalente al 1,6 % del PIB (véase gráfico 28).

La inversión que realizaron los no residentes en la economía española (excluido el Banco de España) se canalizó en gran medida a través de valores de renta fija emitidos por las AAPP (6 % del PIB del trimestre, cifra que se eleva hasta el 7,7 % en términos acumulados de cuatro trimestres) y de acciones y participaciones emitidas por residentes (4,4 % del PIB del trimestre, y un 4 % en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 11). En contraposición, disminuyó el saldo de financiación neta (es decir, descontando los fondos prestados al exterior) captada por las entidades de crédito en el mercado interbancario y a través de cámaras de contrapartida central, por un importe equivalente al 6,2 % del PIB trimestral (3,2 % del PIB en términos anuales). Por su parte, la posición deudora intrasistema del Banco de España se redujo por un volumen equivalente al 7,9 % del PIB trimestral (9,1 % en términos acumulados de cuatro trimestres). La inversión directa de los no residentes en España se redujo en 0,8 pp, hasta el 2,5 % del PIB trimestral, aunque en términos acumulados anuales se mantuvo en cifras similares a las del primer trimestre, en el 2,7 %.

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 11

Porcentaje del PIB (a)

	2010	2011	2012	2013	2014	
				IV TR	I TR	II TR
Operaciones financieras netas	-3,5	-3,1	0,0	2,0	1,6	1,0
Operaciones financieras (activos)	-3,4	3,1	1,7	-6,1	-4,2	-1,4
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,8	-0,4	0,0	-4,1	-4,1	-1,8
De los cuales:						
Interbancario entidades de crédito	-1,3	0,0	0,2	-4,2	-4,3	-1,8
Valores distintos de acciones	-7,4	-1,7	-1,4	-3,3	-1,6	-1,1
De los cuales:						
Entidades de crédito	-3,4	0,8	1,0	-2,0	-1,3	-1,1
Inversores institucionales	-4,7	-2,6	-0,9	-0,6	0,0	0,6
Acciones y otras participaciones	3,0	0,9	0,6	3,0	3,0	3,6
De las cuales:						
Sociedades no financieras	3,0	0,2	-0,1	1,9	1,2	1,2
Inversores institucionales	0,4	-0,5	-0,2	0,4	0,7	1,1
Préstamos	1,4	2,1	1,8	0,3	0,3	0,2
Operaciones financieras (pasivos)	0,1	6,2	1,7	-8,0	-5,8	-2,4
Depósitos	-0,5	8,7	0,5	-15,0	-12,8	-12,2
De los cuales:						
Interbancario entidades de crédito (b)	-7,2	-3,6	-5,2	-2,7	-4,8	-4,8
Cesiones temporales entidades de crédito (c)	5,6	2,7	-8,0	0,3	-1,2	-0,2
Interbancario Banco de España (posición intrasistema)	0,2	10,5	14,5	-13,0	-8,8	-9,1
Valores distintos de acciones	-3,7	-7,2	-6,4	2,4	2,8	5,2
De los cuales:						
Administraciones Públicas	1,9	-1,1	0,5	6,1	6,0	7,7
Entidades de crédito	-2,8	-2,8	-4,6	-1,3	-1,0	-1,0
Otras instituciones financieras no monetarias	-2,8	-3,3	-2,6	-2,5	-2,5	-1,7
Acciones y otras participaciones	2,1	2,7	3,2	3,7	3,3	4,0
De las cuales:						
Sociedades no financieras	2,3	2,7	2,8	3,1	2,3	2,6
Préstamos	1,4	1,3	3,8	0,1	0,2	-0,1
Otros neto (d)	-0,5	-1,7	0,1	2,6	2,5	3,0
Pro memoria						
Inversión directa de España en el exterior	2,7	3,0	-0,4	1,9	2,3	2,5
Inversión directa del exterior en España	2,8	2,2	1,8	3,0	2,8	2,7

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Incluye operaciones *repo* bilaterales.

c Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

d Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

Los sectores residentes, por su parte, realizaron inversiones en el exterior por un valor del 3,3 % del PIB, si bien, en términos acumulados de cuatro trimestres, las tenencias de estos activos disminuyeron por un volumen equivalente al 1,4 % del producto. La adquisición de acciones y otras participaciones alcanzó el 5,2 % del PIB trimestral (3,6 %, en términos acumulados de doce meses), mientras que las tenencias de valores de renta fija se redujeron por un importe equivalente al 2 % del PIB (1,1 % del PIB entre julio de 2013 y junio de 2014). Por su parte, la inversión directa de España en el exterior disminuyó 2,2 pp, hasta el 2,3 % del PIB trimestral (2,5 % del producto en términos acumulados de doce meses).

A pesar de la capacidad de financiación que presentó la economía española en el segundo trimestre, su posición deudora neta frente al exterior aumentó 0,7 pp en relación con el PIB, hasta alcanzar el 95,2 % del PIB, de acuerdo con los datos de la posición de inversión internacional, lo que se explica por los efectos de valoración ligados a las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio (véase gráfico 28). El detalle por sectores evidencia un aumento de la posición deudora de las AAPP y una reducción de la del resto de los agentes, excepto la de las instituciones financieras, que permaneció inalterada.

20.10.2014.